全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ:958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



与**归江、林园、但斌、陈理、朱平**等数十位投资公司高层管理者面对面，深度挖掘他们的传奇投资心得，绝非泛泛而谈！

汇集众多一线投资人的实战经验，投资领域顶级高手们的切磋对话，专业、权威、透彻！

那些滚雪球的人

——中国投资者访谈录

雪球



雪球财经　策划
王星　等　著

浙江人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net
理想藏书55188



那些滚雪球的人

——中国投资者访谈录

雪球财经 策划
王星 等 著

浙江人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

那些滚雪球的人：中国投资者访谈录 / 王星等著.
—杭州：浙江人民出版社，2013.7（2013.8 重印）
ISBN 978-7-213-05626-0

Ⅰ.①那… Ⅱ.①王… Ⅲ.①投资－经验－中国
Ⅳ.①F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 140882 号

那些滚雪球的人——中国投资者访谈录

作　　者：王　星　等著
出版发行：浙江人民出版社（杭州市体育场路 347 号　邮编　310006）
　　　　　市场部电话：（0571）85061682　85176516
集团网址：浙江出版联合集团　http://www.zjcb.com
责任编辑：徐江云
责任校对：姚建国
电脑制版：北京书情文化有限公司
印　　刷：杭州豪波印务有限公司
开　　本：710mm×1000mm　1/16　　印　　张：16.5
字　　数：24.2 万　　插　　页：1
版　　次：2013 年 7 月第 1 版　　印　　次：2013 年 8 月第 2 次印刷
书　　号：ISBN 978-7-213-05626-0
定　　价：35.00 元

如发现印装质量问题，影响阅读，请与市场部联系调换。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

我们为什么做这本书

在中国，大概只有很少人相信可以不靠内幕消息在股市里挣到钱，很少人认可年收益不翻倍也好意思叫炒股。于是我们看到的大部分投资讨论，其实都在探讨如何窥探内幕，如何预测股价。但是这些都不是投资的本义。

在本书正式出版前，我们看到 @东博老股民 在雪球社区（以下简称雪球）上发了一组数据：

但斌、老股民、sosme和陶博士2005~2011年
价值投资收益

时间/当年收益倍数	但斌	老股民	sosme	陶博士
2005	1.38	1.36	1.16	1.30
2006	3.33	3.53	2.91	2.45
2007	2.21	3.39	2.07	2.46
2008	0.39	0.35	0.92	0.65
2009	1.72	2.44	1.23	1.58
2010	1.17	0.75	1.16	1.58
2011	0.87	0.95	0.87	0.70
累计收益倍数	6.88	10.05	7.93	8.83

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以上4位都是大家熟知的投资者，且都在上述统计年份内取得了不俗的投资收益。这些业绩证明，他们或者找到了“很湿的雪”，或者找到了“很长的坡”。我们意识到，向这样的投资者学习选股、探讨研究公司的方法，哪怕是分享他们曾经走过的弯路，应该是学习“投资之道”靠谱的途径。

我们又发现，这4位投资者原来都已经成为雪球的用户。而在雪球这个平台上，已然聚集了很多像他们一样的优秀投资者。因此，我们决定来做一本真正的投资者访谈录——也就是你现在看到的这本书。

它也许和你读过的大部分投资书籍不同。书中收录的访谈，既有来自你耳熟能详的北上广明星职业投资者，也有来自“中国奥马哈”的“民间巴菲特”。专业，而不是职业，才是我们认定优秀投资者的标准。跟雪球这个平台一样，这种不同是由互联网带来的。

对了，这些投资者绝大部分都是雪球用户，你在阅读过程中还可以到雪球上找他们切磋。祝你滚雪球愉快！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目录

前　言　我们为什么做这本书 / 001

归　江： 投资，心平气和结硕果 / 001

林　园： 多买垄断行业，把握投资命脉 / 014

但　斌： 成长股始终是投资市场的香饽饽 / 025

陈　理： 坚持价值投资才是硬道理 / 040

朱　平： 投资和风险同在 / 054

东博老股民： 一个包工头的财务自由之路 / 063

sosme： 做投资给自己留余地，不要以为看透了一切 / 089

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



翟敬勇：仅仅依靠技术分析，必然穷途末路 / 107

王小刚：能力圈内寻找成长超50%的公司 / 120

程　杰：投资要像“一元一次”方程一样简单 / 132

杨天南：方向正确还不够，投资离不开忍耐 / 146

王　瑜：学会长期投资，才能跑赢市场 / 156

董宝珍：投资也需要哲学 / 172

孙旭东：价值投资不要只管企业，不管价格 / 190

叶资本：白酒、中药股领域的舵手 / 209

刘　鹰：投资就像打高尔夫，是一杆杆积累起来的 / 225

李　剑：严格挑选，科学组合，长期持有才是硬道理 / 238

陈　宇：集中火力，猛攻能力圈内的行业 / 245

后　记：**雪球是如何滚起来的** / 252

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

归江：投资，心平气和结硕果

采访者：@王吉陆 @汤猫



信璞归江

上海

股票4只　粉丝114人

简介：上海信璞投资管理有限公司总经理

背景资料

归江在投资圈是个明星，被公认为国内少有的坚定奉行价值投资的信徒之一，在选股上眼光独到。采访他之前，笔者在雪球向大家征集问题，简单介绍了一下他的工作经历，有一位用户直接评论：归江还用得着发简介？

在采访王小刚（后文有他的采访）的时候，他说自己有一段时间对投资还有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



些迷茫，于是通过读书以及与同事交流学习，从而变得坚定。他交流学习的同事里，就有归江。

归江1998年7月毕业于复旦大学管理学院，1998年至2000年3月任君安证券证券投资部投资经理。2000年3月至2002年7月任国泰君安资产管理部基金经理。2002年出任博时特定资产管理部总经理，管理社保基金，带领博时社保组合创造了优异的业绩。2008年，归江转战国泰基金出任投资总监。次年，国泰基金业绩跃居行业六甲，一举获得7项金牛基金奖，获奖数量居行业第二。2010年6月，归江离职创业，11月，与博时前同事唐定中、王璟创建了信璞投资公司，归江担任总经理。

不过，公司成立之后有近两年的时间没有发产品，用归江自己的话来说，这一段时间“对过去的投资做了深刻的反思。哪些我们看对了也做对了，哪些我们看错了却蒙对了，哪些成功可以复制，哪些失败又可以避免，哪些海外价值投资者的经验可以为我们所借鉴，哪些不能简单照抄”。

安静地反思了两年，归江有什么感悟？采访之前，这是笔者脑海中浮现出的第一个问题。

主要观点

1. 几乎所有营业部的老总都会告诉你，靠交易起家的那些大户们，每年都在轮换。在机构里面更是如此，几乎没有人用交易的方式获得持续的生存。

2. 对行业的理解和白酒一样，是需要放在安静的地方慢慢酝酿的。

3. 大多数优秀的长线投资者往往是学历史出身，或者像查理·芒格[①]一样将一生中大量的精力投入于人类行为和历史的研究。

① 查理·芒格，美国投资家，沃伦·巴菲特的黄金搭档。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4. 我们只挣在我们的安全边际和能力圈范围内的钱。

5. 在互联网时代，在中国这块土壤上，那些短期暴利的行业和上市公司都会迅速地变成投机者的坟场。

6. 没有独立思辨能力，而只有动物反射能力的民族和人群，这辈子还是不碰投资为好。

7. 在我们眼里，产品里的止损条款就是有人跳楼你也跟着跳楼的方法。

8. 习惯用交易方法止损以解决风险的基金经理就像习惯了战场上掉头逃跑的士兵一样，永远不可能打出漂亮的硬仗。

9. 我们过去10年的投资经验证明，从看公司到动手花费两到三年，成功的概率会大增。

拓宽视野看全球行业发展的变化

● 问：信璞投资成立后很长一段时间没有发产品，之前有报道说您和您的合伙人是在对过去的投资做反思，反思的成果是什么?

● 答：古人云，“凡事预则立，不预则废”。做投资也是一样的道理。彼得·林奇[①]在演讲中提到，他看股票3年后再动手，巴菲特的观点则是“20年的准备，5分钟的交易”。我们过去10年的投资经验也证明，从看公司到动手花费两到三年，成功的概率会大增。因此，我们觉得对股票、对行业的理解和白酒一样，是需要放在安静的地方慢慢酝酿的。我们这个团队从出山到发行第一个产品也遵循了这个基本规律，团队和投资的思路都需要时间沉淀和积累。

这两年主要是拓宽自己的视野。过去，我们拥有的是看中国市场的经验，看

① 彼得·林奇，美国卓越的股票投资家和证券投资基金经理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



行业也是。同行业的比较也限于拿万科A、保利地产和金地集团比，始终没有脱离本土。但是看房地产的大周期，这些企业没有经历过，我们也没有经历过。因此，这两年我们站到全球的视角，审视房地产行业发展的历史，美国的、日本的、中国香港和台湾地区的，对这些国家和地区50年左右周期的数据做了分析。在这基础上来理解我们现在的房地产行业处于什么样的阶段，这对我们后续的投资策略会有很大帮助。

● 问：这个影响体现在什么地方呢?

● 答：体现在对周期的理解，不同行业、不同策略，最后哪些企业能生存下来，哪些成功是可以复制的，哪些是昙花一现的。这里面肯定隐藏着中国未来5~10年房地产的配置策略。

上周我去参加野村的一个研讨会，包括三井不动产、东京交易所的REIT[①]事务专员，他们对房地产周期的理解就十分深刻。他们回顾自己那个时代的东京人，20世纪80年代毕业，90年代买房，在租金回报率很低的时候大家都认为房价的上涨会弥补一切。但回到现在看，租金回报率的确回到了6%~7%，但却是通过房价下跌一半后实现的。而现在的日本年轻人都开始习惯租房了。这种大的消费习惯变化对房地产周期的影响非常大。

我们非常关注日本市场，因为日本经历了非常大的周期，从高速发展到衰退，但即使经历了这样大的衰退周期，还是有很多优秀企业发展起来了。我们从这里面寻找投资策略、行业配置、个股选择的方向。

大家都想跟美国比，但美国是不具有可比性的：它能在全球发行货币，而且美国的企业家也是全世界最优秀的。世界只有一个美国，所以我们也得补充日本、德国和中国台湾地区的经济特性来预知中国的经济结构。

像白酒，所有的价值投资者都在买白酒，台湾地区的白酒经销商告诉我们，在经济最疯狂的时候，台湾地区曾经消费了全世界80%的路易十六，而现在中国内地可能消费了全世界150%（还有很多假酒）的路易十六，这个规律是不是很接近？如

---

① REIT，即房地产投资信托基金，通过发行股票（基金单位），吸引社会大众投资者的资金，并委托专门的机构进行经营管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



果只看当下贵州茅台的业绩，很难指导你的方向。

所以这种对经济周期的理解、对企业史的理解是我们努力的方向。大多数优秀的长线投资者往往是学历史出身，或者像查理·芒格一样将一生中大量的精力投入于人类行为和历史的研究。只有拥有足够长远的视野，特别在新兴经济体中，大家都看着当下，你能看得更长远，未来的赢面可能就更大。

这就是我们这两年做的事情。当很多规律性的数据罗列出来时，投资的结论自然而然地就出现了，不需要我们过多的主观想象。

像家电行业，很多人说，家电的多元化可以带来价值，可以带来更高的增长。但是你把日本过去50年的数据拿出来，电冰箱、洗衣机到了10年普及期以后，就是一条平的直线，而空调是直线向上走。通过日本白电[①]的历史数据可以发现，电冰箱、洗衣机经历了一轮产业升级后接着就是价格战，日本的白电企业，除了空调行业，大部分时间都处于增长停滞期，产品同质、产能过剩以及全行业亏损。白电行业的多元化在全世界看来不但没有带来增长，反而带来困境。数据告诉我们，可能只做空调的企业才是成长性最好的。大家很多想当然的观点，我只用一张图就可以驳斥，这并不需要博士学历或几十年的行业工作经历，而在于你的基本功、在于数据找到了没有。现在回过头去看，过去我们投资格力电器赚了很多钱，当时是看重朱江洪董事长这个团队，其实还有很多偶然因素我们没有认识到。如果10年前有这些数据帮助我们，那我们的理解会更深刻，收益也会更好。

● 问：刚才讲的主要是成功的经验，那么又有哪些失败可以避免呢？

● 答：过去我们可能因为一些短期的爆发性增长和赢利关注并投资了一些行业。但事后证明，我们没有能力理解那些行业，更是在一个错误的时机研究一个行业，比如早期的光纤行业、农药行业，以及最近的太阳能行业。全世界都学会用一两年的短期暴利把中国人圈进来。一旦中国人的产能投放，这些暴利马上就烟消云散，接着就是我们投资者巨亏、银行坏账和幸存者漫长的苦役。这就是境外产业资本对中国投资者短视的理解和利用。如果我们没有全局的产业眼光和长

---

① 白电，即白色家电，是指可以减轻人们劳动强度（如洗衣机、部分厨房电器）、改善生活环境，提高物质生活水平（如空调、电冰箱等）的产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期视野，就会不断地被设局、被套。

而有些同行们失败的投资，我们却非常有兴趣继续坚持下去。在我们买的很便宜的公司中，不乏那些没有跟上股价而提前卖出的股票。比如国内的某家化工企业，我们赚了底部最安全的四五倍就走了，现在看有30倍的涨幅。到目前为止，我们觉得我们的判断是正确的。我们只挣在自己的安全边际和能力圈范围内的钱。我们这两年把全球的主要化妆品企业都研究了一遍，发现即便是这30年增长最好的全球性企业欧莱雅，在几十年的上市历史中，也难得有超过20倍市盈率的区间。

同样，如果我们研究了耐克公司的历史，再去看国内的同行企业，我们也看不懂，为什么耐克的长期利润率为10个点，而国内那些企业动辄就能达到20个点。这些基本面和估值面异常带来的股价上涨，我们往往会抱着质疑的态度去欣赏这些赶英超美的伟大企业，但绝不会拿客户的钱去捧场。这样的“失误”我们未来可能还有很多，但我们还将坚持下去。

● 问：那现在来看，符合哪些要求的公司会进入您的视野，会考虑投资?

● 答：首先是行业的长期稳定性，未来是可预期的，利润不至于让所有的人都去疯狂。已经有好多朋友跟我讲了同样的故事，看到一个加油站赚钱，中国人就开了第二个、第三个加油站，直到大家亏钱，而犹太人则会开便利店、洗车店。在互联网时代，在中国这块土壤上，那些短期暴利的行业和上市公司都会迅速地变成投机者的坟场。

所以我们不会看短期暴利的行业，而是看长期稳定的、默默无闻的、大家没有觉得有任何魅力，甚至还没有上市主体但我们觉得很有前景的行业。

● 问：这种有潜力的行业还是通过未来的某种需求去判断，是这样吗?

● 答：对，到了某个阶段，比如看人均GDP。作为一个消费者，你会理解，中国现在缺什么，哪些地方还要排队，哪些地方你对服务是不满意的? 像教育和医疗，像物流成本这么高，这里面内在的原因是什么? 从这些角度去思考，过去证明是成功的，大家买房、买车、玩QQ和买海外奢侈品的时候，那些得到广泛认可的好公司、好股票就会应运而生。未来同样会出现这样的故事，股市就是我们真实生活的一部分。我们再通过国际比较，哪些行业、哪些方式有可能是解决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们这些需求的有效方式，这样就能找到潜在的投资机会。

● 问：当选定一个行业以后，怎么选择这个行业里的公司呢？

● 答：很多公司的选择是研究到位后自然的选择。比如空调企业，最早我曾参与一家空调企业配股的内部评审，偶然地认识到这个行业。之后不断通过横向、纵向对比，才慢慢找到一个长期的投资标的。就像彼得·林奇说的，从接触到理解这家公司，三年的时间是肯定需要的。

● 问：那横向、纵向具体来说，您会比较哪些元素呢？

● 答：老百姓真实的需求，任何一个公司最后的着眼点都是消费者的需求。经济增长到了这个阶段，人们需要什么？什么是经济增长的瓶颈？日本、美国在这个阶段发生了什么事情？我们发现中国绝大多数首富都是抄袭欧美企业出来的，不管是苏宁还是百度，哪个业态是我们民族首创？做投资的你凭什么要不一样呢？

● 问：同一个行业里，不同的公司还是有选择的吗？

● 答：你看这个行业每年以百分之十几、二十的增长率在增长，但谁增长得快？谁增长得健康？谁的产品是消费者最欢迎的？慢慢的就会分化，这种分化是需要时间来检验的。所以说先画个圈子，慢慢把圈子缩小，最后选中标的，有时候甚至可能没有标的。

● 问：在这个认知过程中，圈子越画越小，那怎么样给圈子中的企业估值呢？怎么判断贵还是不贵？

● 答：这可能就要偏艺术点，碰到好公司，但没有机会、没有好的买点是完全有可能的。最简单的办法是把实业回报率作为一个标准，年化产业回报率15%是巴菲特的一个投资标准。按这个标准来看的话，国内大多数公司很难落到这个圈内，所以这时候我们会关注那些中国海外的上市公司。但客观的说，现在就有标的落进来了，那就是银行股，虽然大多数人都持怀疑态度。

● 问：那在这种情况下，您怎么选择买入的时机呢？

● 答：产业回报率15%是一个非常强的买入标准，应该说是几年一遇的，比如现在。我们有幸在如此困难的环境募集到我们的首期资金，我们愿意满仓买入，忍受阶段性亏损，就是因为我们的绝大多数组合已经达到这样的巴菲特标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



准。在这个时候巴菲特有保险公司的现金流，有消费品投资的现金流不断买入符合他标准的公司。而主流机构在这个时候却大多忙着止损呢。

● 问：卖出的时间点又怎么选择呢?

● 答：如果有足够好的公司，我愿意长期持有。如果我们的5年期回报超过巴菲特10年期回报的时候就是我们系统卖出的时候。2007年，我们在给国家社保管钱的时候，发现获得的回报已经可以让我们在未来5年什么都不干，就可以超过巴菲特的投资业绩，这就是要卖出的时候。而其他大部分时间里，我们往往会选择换股，把一个估值过贵的股票换成一个更便宜的股票。

以格力电器为例分析投资过程

● 问：过去的投资案例里，有哪些是比较满意的?

● 答：总体来看，我们团队分享了很多蓝筹股的成长经历。像上海家化的大底，我们拿了；在贵州茅台的大底，我们的合伙人阐述了投资贵州茅台的最简单理由；格力电器，我们在底部坚守了3年，股改中力陈高管留任和股权激励计划，和高管一起分享了超过10倍的收益。此外还有青岛啤酒、宇通客车、南方航空，都为我们组合提供了持续赢利的血液。

● 问：能否以其中一个案例为样本，分析一下您是怎么发现及根据哪些因素判断这个公司值得投资、又如何进行估值、怎么考虑买入和卖出的?

● 答：那说格力电器吧，这是我从头到尾完整经历的。

首先，这个行业是有真实的内在需求的，我们去一家公司调研，工人晚上主动要求加班还不要加班工资，问他为什么，他说，“因为工厂里有空调，宿舍里没有”。如果说巴菲特的可乐是有依赖性的话，那么我觉得空调的依赖性一点也不差。这个行业持续有刚性需求，只是购买力够不够的问题。现在所有的楼堂馆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所，想要吸引客户的话，空调是必需的。香港这么热的地方，如果没有空调的话怎么会成为金融中心？这说明空调是个有长期需求的产品，因此我们决定在空调行业里选择一个投资标的。

第二，看品质，大家愿意买谁的空调？我发现只有少数几家公司是有回头客的，身边很多人都买了格力，有比较——“这个空调用了10年都没出问题，那个用了3年就不行了”。

第三，它是不是一个和谐的企业，它赚钱是不是也让别人赚钱？我们看到格力是保护经销商利益的。大经销商欺负小分销商，或者两地经销商打架，甚至面对国美、苏宁等，格力始终是站在公平维护经商和契约精神的立场上的。

另外，格力面对采购商，重要配件都打上激光标记，以寻根溯源排查质量问题。一家激光器采购商告诉我们：“我们的设备卖给很多企业，外资的、国有的、民营的，只有一家企业不敢跟我们提回扣，就是格力 。”调研电子配件企业的一位同事告诉我，上市公司说，“愿意出高价买我们最好配件的企业只有格力”。所以打激光标记的企业、配件企业都告诉我们，格力是一家有原则的企业，不是做表面文章的企业。

所以，理解一家企业，我们在有意和无意中对这家企业建立了认知和信任。消费者、供应商、经销商，甚至离职的员工都告诉你这家企业不错的话，可能就是我们坚定信心投资这家企业的决定性时刻。当这个时刻到来的时候，我们不会关注市场的波动、企业短期的赢利，以及行业的波动。每次同行们说价格战打响、铜价暴涨、凉夏来临、传老总要被抓起来的时候，就是我们的买点。

● 问：从您开始考虑要选空调作为投资标的，到最终选定格力，用了多少时间?

● 答：从1998年参与一家空调企业的配股到2005年前后买入格力，我们用了七八年时间来思考这个行业和这家企业。

● 问：买入的时候，您确定它的价格是便宜的?

● 答：当时公司是3个亿的利润，10倍市盈率，应该说是比较合理的估值。而现在还是10倍的市盈率，却是53亿元的利润。我们在估值上没有赚到格力的钱，格力的估值也一直在10倍市盈率左右。当时市场觉得这个行业是普通的制造业，没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有持续的赢利能力，产品是同质化的，价格战会导致利润率持续下滑，铜价上涨，还有管理层和集体的矛盾激化。大家还担心格力的专卖店制度会像春兰空调一样一败涂地。而我们看到了这个团队与众不同的企业家气质，产品质量管理上有显著的差异化，公司渠道管理的本质是保护最基层经销商的利益。因此，投资这家企业，我们看的不是便宜，而是以一个合理的价格买一家好公司。

● 问：格力您持有了多少时间?

● 答：从2003年我们就开始投资这家企业，2007～2008年的高潮有所减持，直到2008年我离职后，博时的老同事们还在继续持有。在我本人管理期间，全程持有了这家公司5年多，实现了超过10倍的收益，这些成果是在坚持了3年没有任何收益的情况下获得的。

● 问：那您觉得未来空调还有发展空间吗?

● 答：我们的国际比较研究可以推断，中国的空调行业还有足够的长坡可供企业成长。对管理者的挑战不在行业，而在于内部管理能力能否驾驭千亿级别的企业。

价值投资者需要克服人性的弱点

● 问：之前有一次您在接受采访时是这么说的：“价值投资者不仅要在评估企业价值上体现出专业性，还要在情绪控制上体现出专业性。”这个“情绪控制”应该怎么理解?

● 答：人的本质是贪婪和易恐慌的，赚钱的时候都很兴奋，敲锣打鼓去追，亏钱的时候都想着断尾求生。社会进化到现在，我们吸食同类财富的方式已经发生变化，如果你不理解就会再次成为犹太人集中营中的输家。在很多资产泡沫的高点，都是亚洲人在进，欧美人在出。没有独立思辨能力，而只有动物反射能力的民族和人群，这辈子还是不碰投资为好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而价值投资者需要理性的历史思考，克服大众化的情绪，修炼出独立的人格和情绪控制力，方可以独善其身。作为资产管理人，却有像摩西一样更大的职责，把大众带出困境的智慧。作为一家初创企业，我们没有能力改变社会大众这种群体性的贪婪和恐惧的天性，我们的专业能力只能帮助那些已经确立了基本独立信念的人做简单的选股工作。

所以在遍地黄金的低点满仓运作出现亏损，在市场高点一年的收益不及业余选手1周的收益，长期看好的股票1年、2年、3年不涨：在很多客户看来，我们很不负责任。这时候怎么去沟通？这就是巴菲特为什么每年写给股东的信，不厌其烦地重复其投资理念的道理。建立信任，尤其在目前的国内环境里，我们宁愿花时间去等待信任之花在沙漠中绽放，我们宁愿多做些自己能控制的事情，做好研究。

● 问：那面对这样的客户您会怎么做？

● 答：我们希望和客户建立一种长期互相信任的关系。一旦决定合作，我们能够在最困难的时候也互相支持。我们需要的是困境中的1个朋友，而不是顺境中的100位粉丝。目前来看，认同我们更多的是产业界的朋友，他们可能更容易理解我们在干什么，我们的研究质量在哪个水准。而追求“短、平、快”收益的朋友，很难跟他们讲清楚我们为什么有快钱不赚。

我们把基本面的风险放在首位，也会选择非常安全和便宜的时机介入，但是我们没有能力预测会不会更便宜，以及什么时候涨。如果您的客户都是见好就来、见血就逃、枪响了就不给子弹的主子，那我们宁愿不打这仗。

在我们眼里，产品里的止损条款就是有人跳楼你也跟着跳楼的方法。习惯用交易方法止损以解决风险的基金经理就像习惯了战场上掉头逃跑的士兵一样，永远不可能打出漂亮的硬仗。如果客户选择了我们，应该和私募股权投资[①]一样，股票越跌就意味着机会越多，是追加资本而不是撤退。

因此，在我们的信托条款里没有止损条款，但是我们有更加严格的估值管理体系和风险预算体系。巴菲特能获得良好的长期回报，也在于他关注企业基本面的内部计分表，而不是非理性的股价波动的外部计分表。

---

① 私募股权投资，是指投资于非上市股权或者上市公司非公开股权的一种投资方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：为个人投资者推荐一本读物吧。

● 答：约翰·博格[①]的《长赢投资之道》是一本值得称道的、公正客观讲理财之道的好书。

雪球用户精彩评论

不明真相的群众：欣赏不止损，我其实一直不太理解止损的逻辑。

叶公好龙：回复@**不明真相的群众**：1. 止损是纠错手段之一，而且这个手段通常比补仓高明； 2. 比止损更高明的当然是不犯错或少犯错，所以待在能力圈内，留足安全边际更高明； 3. 某些时候，虽然你不是很确定，总会让你忍不住下注，那么止损至少是一个安全阀。

王智：回复 @**不明真相的群众**：关于止损的逻辑，我听到过这么一个说法，大意是：从概率上看，你随便按一个价格买了一只股票，若干时间后，股票价格变高X%和变低X%所占比例算作相同。如果你设定一个止损点，比如5%，而变高部分会有超出5%的时候。那假若进行很多次上述操作，从概率上，止损的做法就会带来正向收益。我并不认同这样的观点，但我也没有找到否定这个观点的有力论据。

不明真相的群众：回复 @**王智**："股票价格变高×%和变低×%所占比例算作相同",这么说其实是押大小呀。

matias：1. 非常认同归江先生对格力的调研方法，供应商、消费者、竞争对手，而不是跟老总套点消息。2. 日本的空调企业与其他企业比如索尼、夏普、松下等，有一个巨大的区别就是，大金的份额太大了，其他几家想要进入必须具有一定的量才可以保证赢利，而这却未必是这3家的强项，冒险而为之不是上策。退一步假设，如果在白电仅仅有索尼和夏普，是不是日子要好过很多? 同样的例子，中国家电的白电也是存活下来的太多，如果未来也是仅仅有两家存在，日子就会好过；否则，厂家越多，需求不足，价格战是必然选择。

Abstainer：每一个人都要明白：什么是自己想要的，什么适合自己。本杰

① 约翰·博格，美国先锋共同基金集团创始人，美国投资界至尊级人物，被誉为"指数基金之父"。

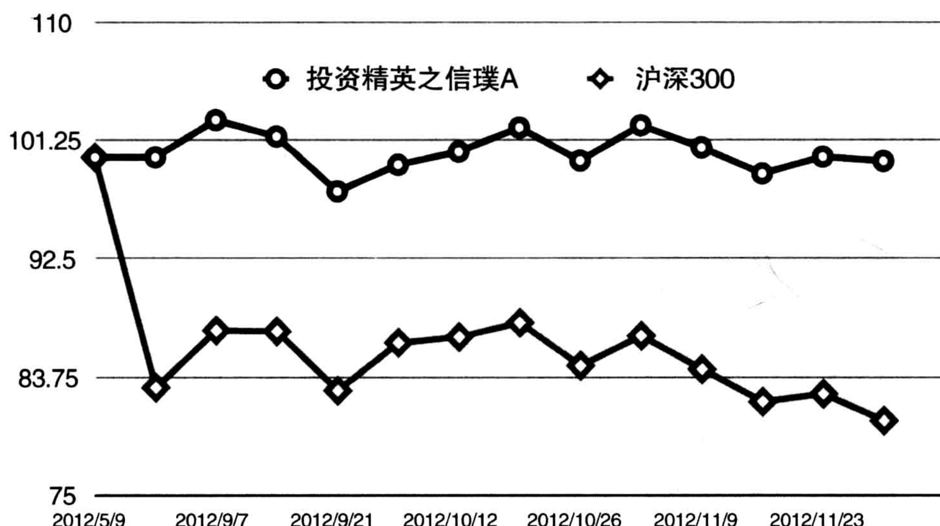
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



明·格雷厄姆[①]、菲利普·费雪[②]、巴菲特、查理·芒格、塞思·卡拉曼[③]，还有乔治·索罗斯[④]，他们的造诣和成就一般人望尘莫及。他们有的互有借鉴，有的是师徒关系，有的毫不相干，但有一点：没有哪两个人是一样的。所以不要期望自己成为巴菲特或者索罗斯，你就是你自己。

参考资料

投资业绩



（数据来源：好买基金网公开数据）

投资精英之信璞A业绩

---

① 本杰明·格雷厄姆，享有“华尔街教父”的美誉，其金融分析学说和思想在投资领域产生了巨大震动，影响了几乎三代重要的投资者。

② 菲利普·费雪，现代投资理论的开路先锋之一，成长股价值投资之父，教父级投资大师，华尔街极受尊重和推崇的投资专家之一。

③ 塞思·卡拉曼，美国知名投资人，投资经典著作《安全边际》的作者。

④ 乔治·索罗斯，美国著名投资人，索罗斯基金管理公司创始人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林园：多买垄断行业，把握投资命脉

采访者：@王星Vincent



林园

广东 深圳

股票4只 讨论132条 粉丝3530人

经常讨论：贵州茅台，五粮液，同仁堂

认证：深圳市林园投资管理有限公司董事长

背景资料

提到林园，A股的老股民们几乎无人不知。这个被誉为“中国民间股神”的人，据说曾创造了从1989年8000元到2007年20亿元的“投资奇迹”。但是2007年的市场行情和3期产品基金净值的连续暴跌也给一向高调的林园带来了“大忽悠”、“大骗子”的骂名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而正是这个“爱吹牛”的林园，在2012年拥有任何私募经理都羡慕的业绩。根据融智私募排行数据，截至2012年10月，过去3年内业绩最好的4只私募产品中，林园独占了3只。这3只产品在3年中均实现了超过55%的收益。

虽然在2006年就成立了以自己名字命名的投资公司，林园说这个公司基本上就他一个人在运作。平时林园周围总是聚集着一帮朋友，他们经常一起去参加股东大会。林园说自己的最大乐趣之一是能把周围的朋友都变成“亿万富翁”。

林园的投资对象基本上都属于“成瘾性消费品”，其中大部分都经过了上百年，甚至上千年的检验。这些公司的特征是有牢不可破的“护城河”——即产品拥有强大的定价权，且扩张基本不需要太大的资本投入。但是，林园却并不承认自己是价值投资者。他坦承，虽然遵循“永远满仓”的策略，自己在牛市来临的时候也会调仓和换股——因为在牛市、熊市和牛熊交接市的热门股票都是不同的。而唯有换股才能有超过市场的业绩。林园透露，目前自己在A股仓位前3名的股票分别是贵州茅台、五粮液和云南白药。港股的同仁堂科技也是他的重仓股之一。

主要观点

1. 股票赚钱只有5%的时间是上涨的，95%都是在合理和合理水平之下。股民真正要赚钱都在那5%的时候。

2. 牛市来时，很多股票都涨30%，龙头股涨个1~2倍，别的股票都还趴着。指数再涨30%，然后各种股票再补涨。这都是有规律的。

3. 我的原则是傻瓜式的投资，就投资吃吃喝喝，和这张嘴有关的。再有一个就是选龙头股。

4. 我喜欢利润的增长不是来源于投资增长的公司。小投入，大产出。

5. 我的目标就是中国最知名的品牌、老百姓消费最多的品牌，一句话：成瘾性的消费品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



选股策略：满仓操作，但要有变化

● 问：经历了2008年股市大跌以后，您的心态是否有变化？

● 答：我是个乐观的人。2008年股市最低点的时候，如果按2001年算，我还赚28倍。我怕什么？2008年以后我的心态还是一样的。信心只会比原来更足。为什么我当时不说话？在股市低点时你说我是让人买还是卖？卖吧，当时是熊市；买吧，整天还跌。

● 问：您怎么看中国股市未来的演变？

● 答：现在股市市盈率（PE）不高,估值已经被低估1倍了。未来PE还会回到50~60倍。以前到过那么高，你怎么知道不会回去？股票估值和人的情绪有关系。牛市的时候估值就是高。股票赚钱只有5%的时间是上涨的，95%都是在合理和合理水平之下。股民真正要赚钱都赚那5%的时候。什么时候估值高，就是那5%的时间。

● 问：未来利率、发行制度的改革是否会影响股市估值水平？

● 答：没有任何关系。如果考虑那么多，根本考虑不完。制度是当权者制定的。系统性风险你考虑不了。但系统性风险时间也不会长。如果长了会有问题的。管理者也是根据市场状况来调整的。好的时候紧一点，不好的时候松一点。

● 问：您的策略一直是满仓操作，那是否意味着您认为选股时机不重要？

● 答：买入时机当然重要了。买入是有标准的，主要是价格。即买入价格不能大幅高于这个世界同行业的平均估值。如果股价恒高就不买。我买的时候，公司估值最高也就和世界平均估值差不多。当然，这里说的主要是“大买”。如果是“小买”无所谓，但是这种买入最多配置不会超过1%。

● 问：2007年股市最高点时还坚持买入？

● 答：我一直是全仓，一直持有。除非分了红买入。

● 问：2007年高估值的状况下为何不卖？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：估值高低其实很难判断。我一般都是在高估值的时候才感觉到赚钱。有些人3000点的时候都感觉高，结果从3000点涨到了6000点。我不知道高低，长期持有没问题。话说回来，如果把股票卖了你干什么呢？像李嘉诚一样，他不可能把长江实业卖了。投机和投资的短期目标可能是不一样的，但是最终你的主体在哪里，还是要清楚。就好像你家在哪里都一样，最终还是要回家的。

● 问：您在什么情况下会考虑卖出？

● 答：公司经营有问题了，或者估值明显高于行业平均市盈率，比如都到100倍了，我就会考虑卖。当然，股市到高点的时候，我把我透支的那部分卖了。我现在资产比当时股市最高峰时还高15%。我的融资比例占整个资产配置的3%以内。

● 问：您以后的投资策略会变化吗？

● 答：会根据市场策略变化。人不能一根筋，根据市场来走，才会有超额收益。2001～2008年赚了58倍，钱从哪儿来的？我也倒股票。这几年我不倒，是因为不该倒。接下来我可能会换的。如果没有投资经验，不敢换。市场趋于乐观了，我投资的股票一定是不一样的。熊市、熊牛之间、牛市来时的配置都是不一样的。这对人的要求很高。国外是换基金经理，熊市和牛市是不同的基金经理。只能通过换人，没有别的办法。我始终是满仓，但满仓是有变化的。

● 问：如何判断牛市来临？

● 答：牛市来时，很多股票都涨30%，龙头股涨个1~2倍，别的股票都还趴着。指数再涨30%，然后各种股票再补涨。都是有规律的。牛市1期的指标是，有影响力的股票涨1倍。如果权重股涨1~2倍的话，很多人都会赚钱。股市主要还是一个赚钱效应。目前处在低估水平，最简单的一个理由就是，全体股民都在亏钱。如果一个行业的人都在亏钱，这是不正常的。养猪业、航空业和煤矿业都是如此。

● 问：您是否很看重公司管理？

● 答：我倾向买傻瓜都能管的公司。巴菲特总结了两个字：垄断。离开这个主线，随时都可能出现问题。为什么资本家都想垄断？马克思也说这点。巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



曾对赵丹阳[1]说，投资没有什么，就是垄断。

● 问：您的投资主线主要是龙头股，那您怎么看小盘股的投资机会?

● 答：股市要赚钱，公司绝对赢利只是一部分。小盘股主要看公司股本的扩张。大盘股股本扩张放缓了。在增长率和扩张都差不多的情况下，我肯定选小盘股。小盘股有不好的，但是不是说所有的小盘股都不好。

● 问：您是否会投资创业板?

● 答：创业板我还没看，不过正准备看。主要是现在我可以选择的投资标的太多了。

● 问：您是怎么全球化配置资产的?

● 答：香港主要是同仁堂科技和债券。欧洲主要投资奢侈品，2009年入市的，作为全球化配置，量不大，主要就是买了扔在那儿。美股也有，当时主要投资金融股、银行。但是这两年都卖了，转成新加坡债券了。

● 问：您投资的原则是什么?

● 答：我的原则是傻瓜式的投资，就投资吃吃喝喝，和这张嘴有关的。再有一个就是选龙头股。实在不行这些行业的公司都买，也不会错。这种行业赚钱的概率大。全世界没有一个消费品出问题的。你说苹果公司的iPad、iPhone，产品多了就麻木了，不买了。但是吃的一定是有的，因为人总要吃。另外，我也看好老字号的东西。

现在也有很多公司，一上市，我就买一点。比如洽洽食品、涪陵榨菜，我就会配。但是IPO肯定不参与。我们买入洽洽食品，是在下跌了30%以后买的。买的时候没管市盈率，因为市盈率肯定是高的。但我们算这个公司现金20多亿元，市值也是20多亿元，反正也不吃亏。看好它主要考虑其现金价值、未来成长估值，它属于休闲食品。

● 问：是否有失败案例?

● 答：我没有，真没有。可能个人对失败理解不一样。有的人被套了几年，

① 赵丹阳，知名投资人，“赤子之心中国成长投资基金”创始人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



觉得是失败。但我当初买的时候，就是当作存银行，相信总有一天会回来的，不考虑下跌什么的，只考虑整体资产的安全性。

● 问：您喜欢什么样的公司?

● 答：我喜欢利润的增长不是来源于投资增长的公司。小投入，大产出。投入一定，比较好算。老字号的品牌都在我的选股范围内。只要它上市，价格合适，我都会配置。我的目标就是中国最知名的品牌、老百姓最爱消费的品牌，一句话：成瘾性的消费品。蓝筹股大概占我资金的15%~20%。

● 问：主要估值方法是什么?

● 答：估值就是用市盈率。现金流折现就不是估值了，是买资产时候用的。资产打折了，我才去买，才会用。

现阶段不会配置酒类股

● 问：为什么会在2003年看好贵州茅台，当时五粮液卖的比贵州茅台好啊?

● 答：刚开始买的是五粮液，贵州茅台上市我都不知道。后来有朋友帮我看，说贵州茅台上市了，财务指标比五粮液更好。我记得好像现金比较多，我对比了一下。但是当时五粮液已经用了我资金量的一半，所以之后就按资金量平均分配，五粮液一半，贵州茅台一半。到现在也是这样。

● 问：贵州茅台能取得这么高的收益是不是个惊喜?

● 答：我当时给它估过值，未来收益是按照18%来算的。当时买贵州茅台并没有想到能涨到这么高，当时也不需要去想，只想最坏的情况。

● 问：怎么看二线白酒行业?

● 答：白酒行业现在不会配置了，持有就好了。一定要在行业冷的时候买，现在行业比较热。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 问：国际上酒类估值到50倍很少见吧?

● 答：如果算奢侈品的话，2008年金融危机之前50倍很常见。

● 问：你现在是否有新的投资标的?

● 答：现在股市总的来说是严重被低估。我会去做一些短期操作，但是最终要回到我的投资主线。我一直满仓，出去逛一圈我还会回来的。

● 问：现在金融行业是否被低估?

● 答：都是，金融、银行、公共事业都被低估。哪个银行好搞不懂，就都配，平均配。

● 问：怎么看黄山旅游?

● 答：短期现金压力大，但是毕竟有黄山那一块，一年赚2亿元。不担心。

● 问：怎么看同仁堂?

● 答：一高速增长就圈钱，但这个公司有强大的品牌，不会不行的。即使透支了一部分，过段时间现金又多起来了。

● 问：如何看资源类股票?

● 答：资源类的我不会碰，看不懂。

● 问：我看您还在用微信，是否会买腾讯控股和苹果?

● 答：这个iPhone还是奥运会时住我们家的一个外国小女孩送给我的。新玩意我不太懂。我现在看到出什么新产品了，就会找一帮小姑娘来给她们买，让她们试用。如果之前有人给我讲的话，我可能不会错过苹果公司这只股票，不过就算当时买也只会配置一点。

雪球用户精彩评论

吾二故吾在：看完这篇访谈，觉得林园要么异于常人，要么是个骗子。

wwayya：这种方式对大多数人来说一点都不适用，我甚至认为是害人的方式。林园主要是得益于买得早，按他的策略，2007年入市的话，现在能保本就谢天谢地了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



影子：回复@wwayya：曾经也以为林园是骗子，但是反复看他的文章和访谈，有些地方确实比较装，但是对于投资理解还是非常非常深刻的。

莫空昙：虽然讨厌各种“神”，对成熟有效的经验却不反感，但是他的成功精髓想必只可揣测不可言传，回忆讲述不一定靠谱，时代境遇也不能复制，所谓“经验”对别人来说窥探意义大过借鉴意义吧。还是个人意识和思维方式比较重要，还有性格和心态。比如，一直买洽洽瓜子，多少年了， 怎么没想到关注下它的股票呢，唉。

发发好运：林园没文化但认死理，就是这个死理才让他成功了！至于怎么阐述这个死理，他可以说是一窍不通，但无碍于他赚钱。

VICTOR：我觉得林园是很好的价值投资者，只是表述方法不同而已，他不是神，你我都可以学，我看过几次他的访谈，其实他调研公司是很勤奋的。

PaulWu：回复@yasky：千万别被误导了，投资是个体力活，需要大量阅读和观察，这和交易多少无关。我觉得林园只是有些话不说而已（有点装），但他选股是很厉害的，现在清闲，那一定是年轻时候极刻苦。（而且我不认为他现在有这么闲，也就在这吹吹牛。）

枣树：这里有很多连股市是什么都不懂的人不断质疑林园，林园看着大老粗，其实已经到了返璞归真的境界，可以位于基金业排名最靠前列的那10个人。

郭罐罐：不知道为什么有那么多人不喜欢林园。我感觉他的很多观念是正确的。投资更多时候考量的不是智力，而是坚韧、不恐惧等人性方面的因素。

林园答雪球用户提问

思想JIA行动：对@**林园** 说：老大，关注你很久了，一直期望能认识你。五粮液长期走势怎么一直落后于其他白酒股，还有您对全聚德怎么看?

林园：五粮液相对其他股票是估值偏低。实际上从2010年来看，五粮液并不落后于其他白酒。如果从上市以来看的话，它的升幅并不比贵州茅台差。大家可以算算账。全聚德是个老字号，这种企业应该能活得长。但是我没有关注，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



它不符合我的投资标准。离我的标准其实就差一点点，就是它的新增利润主要靠投资新店来拉动。

王浩博：对@**林园** 说：您所满意的或者说您所追求的生活状态是怎样的？除了投资以外您生命中觉得感兴趣或者有意义的事情还有哪些？谢谢。您对投资的执着动力来自于何方？

林园：生活目标就是追求个人自由，不用在乎别人的想法。我的人生标准是只要不危害其他人就行。其他感兴趣的事，第一就是养生；第二就是培养亿万富翁，让身边的人通过20年的努力都成为富豪。投资的动力主要是对资本市场无比的热爱。

xujincan：对@**林园** 说：查理·芒格说，没有哪一个成功的人不学习，看过你的一些介绍，你都不看书，那你在股市上那么高造诣是怎么得来的呢？

林园：不是不学习。基本的财务方式是要知道的，这是基础的知识，而且要学好。但是具体怎样去投资，是要靠一个人从小的积累开始的，没有哪一本书会告诉你。

xujincan：对@**林园** 说：请问林先生，你如何避免投资中的决策错误，你在投资中犯过错吗？还有在投资中决定你成功最主要的因素你觉得是什么呢？

林园：投资中犯错到目前为止我也避免不了。我说的错是不要犯大错。我的投资是一个组合，通过组合把一些错误对冲掉。我所说的大错是那种灾难性的错误，还要强调一点——不要借钱炒股！

飞刀：对@**林园** 说：国外的公司您怎么研究？请人翻译财报？

林园：国外公司我没研究，我就是在金融危机后参与了美股，主要是金融、地产和欧洲的奢侈品公司。买的时候也不用研究，危机后买入总是对的。

枣树：对@**林园** 说：你的投资方式和投资逻辑简单到大部分人都看不懂，你觉得是不是在你内心中始终存在“信任”两个字？

林园：对，我是一个相信别人的人。人与人之间如果没有信任，那就什么事也别做了。我现在回过头看，我的成绩来自于我的大胆。只有信任才能大胆，把大的经济形势总是往美好的方向去想。我相信未来中国人的生活会一天比一天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



好。我是一个乐观的人。

人可小不士心：对@**林园** 说：你好，请问如果再给你一次选择的机会，你是否会再次选择投资这个行业？对于一个二十出头的小朋友，你对他在投资路上会有什么建议？谢谢！

林园：当然，我酷爱这个行业。对于小朋友，首先要做自己喜欢的事。如果想发财，想做老板、富豪的话，越早进入资本市场越好。

Steven地产：对@**林园** 说：您好，想请教一下您对国内医药行业的看法，如果想长期投资医药行业的股票，应该在哪些细分行业寻找？

林园：我们投资不管是医药还是什么，它一定是一个大的终端产品，而且要有一个大的品牌。至于以下的细分行业，我一般不参与，因为它没有足够的号召力。

jqwxin：对@**林园** 说：您不担心银行和房地产互相拖累？

林园：银行和房地产相互拖累，我暂时不担心。因为我总感觉中国老百姓对房子还是有巨大的需求，这个需求还在。

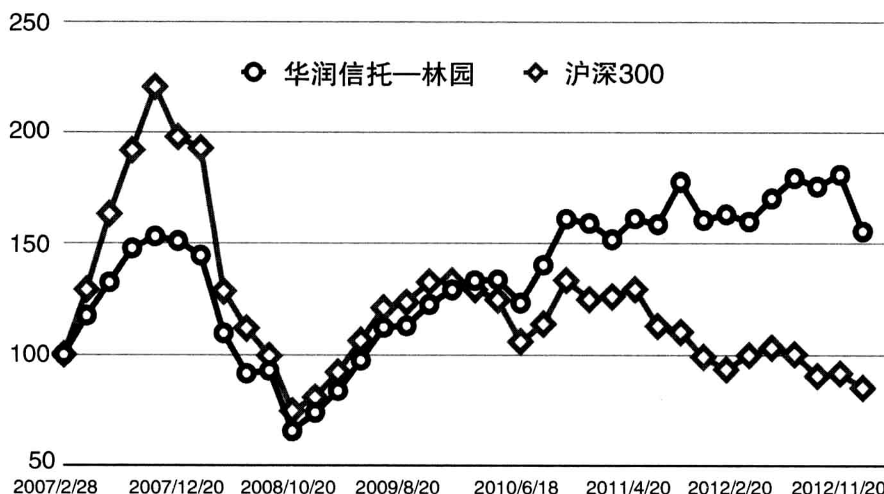
阅思2012：对@**林园** 说：对目前房地产市场怎么看，投资和刚需可以入市了吗？ 我个人认为目前上海、北京租售比（PE）在50倍，估值很高了；日本、香港地区泡沫破灭前都接近50倍的租售比，但目前香港地区大概才20倍的租售比，你怎么看？

林园：地产部分城市是有泡沫，但按照整体数量来说，泡沫也不大。随着人们生活水平的提高，租售比会起来的。香港地区租金一直很稳定，但日本情况不一样，日本人口这么多年都是零增长。住房一定都和人有关。现在中国内地的房价和日本、香港地区比还差很远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考资料

投资业绩



（数据来源：好买基金网公开数据）

华润信托—林园业绩

贵州茅台(SH:600519) 买卖 ✔已关注 取消

¥204.72 +0.140 (+0.07%) 2012-12-25 15:05:00(北京时间) 实时行情

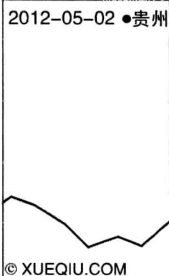
今开：202.90 昨收：204.58 最高：206.87 最低：201.22

成交量/平均：595.34万/497.09万 成交额：12.19亿 52周最高：266.08 52周最低：170.90

市盈率LYR：24.25 市盈率TTM：18.20 每股收益：8.44 每股净资产：26.81

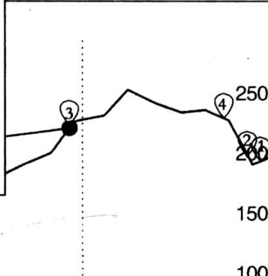
总股本：10.38亿

股票对比 信息 查看讨论 恢复默认 全屏





林园V： 04-26 11:22 ×
A股重仓前三位：茅台，五粮液，云南白药。 评论(0)
辛无疾：
对@林园 说：您好！自从看过介绍您的那本书后，我将选股放到了第一位。想请教一下，您重仓持有的吃的方面的股票中，仓位占前三位的A股是什么？茅台排第一吗？谢谢！ 评论(1)



2011 2012

个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但斌：成长股始终是投资市场的香饽饽

采访者：@王星Vincent



但斌

广东　深圳

股票5只　讨论1036条　粉丝4963人

经常讨论：贵州茅台，广州药业，广州药业股份

认证：深圳东方港湾投资管理有限责任公司董事长

背景资料

但斌可能算是国内私募圈经历最丰富的投资人之一了。他早年毕业于河南大学体育理论专业，按计划毕业后本应去做一名体育老师。在大学时代，但斌深受当时自由氛围的影响，希望能改变国家，人生的机遇也因此改变。

1990年但斌的第一份工作是在开封化肥厂当钳工。之后他辗转广东、北京，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



并于1992年赴深圳开始正式接触股票，曾先后任职于君安证券研究所、大鹏证券资产管理公司。2004年，但斌正式成立东方港湾投资管理公司，开始投资A、B、港股和海外中国股票，并在随后的2007年发行了首只阳光私募产品“东方港湾马拉松”。

早年但斌信奉的是波浪理论，熟悉技术分析，所写的技术分析的文章曾经在业内有较大反响。后来但斌皈依巴菲特的价值投资理论，被誉为中国践行巴菲特投资思想的主力军。但2008年突如其来的股市大调整却让东方港湾的私募产品净值下跌了60%左右，这一度让但斌备受质疑，他自己形容这成为他入行以来最大的教训。

痛定思痛后，但斌迅速做出调整，逐渐清掉了地产、银行和化工等重仓股，重新聚焦于更能穿越周期的大消费股。这个策略让但斌旗下的私募基金在2009年后连续有超越大盘的表现。根据好买基金网的数据，过去6个月，东方港湾马拉松基金取得了20.03%的收益率，远超过沪深300同期-6.08%的收益。

但斌认为，相对于本杰明·格雷厄姆捡烟蒂式的传统的“价值投资”，中国股票市场其实更适合成长股。而对于最近争议颇多的针对广州药业的投资，但斌更认为王老吉是有可能成为中国可口可乐的品牌，如果当初没投会“终生后悔”。

主要观点

1. 中国市场更适合投资成长股；投资成长股是顺水推舟，投资价值股有时是逆水行舟。

2. 巴菲特是7分的菲利普·费雪、3分的本杰明·格雷厄姆。

3. 投资是对人性优劣的奖惩。

4. 改革的关键是更市场化地发新股，更市场化地让企业倒闭、破产、退市。

5. 中国政府对老百姓的呵护还是比较重的，也许这样反而害了市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



6. 只有蓝筹股是创造财富的，绝大多数企业是毁灭财富的。
7. 投资能精确估值的部分只占53%，另外47%都是不能精确估值的。

成长股是顺水推舟，价值股有时是逆水行舟

● 问：经过2008年的挫折后，您这两年为何会表现这么好?

● 答：我们还是选好公司吧。2004年成立时，也是大熊市，那时候我们的表现也是不断创新高。我们的选股风格就是自下而上，选择的就是这种穿越周期的股票，所以主要还是自下而上风格的胜利。

但2008年选择的标的物可能有很大的问题。我们损失的主要是银行、地产、保险和烟台万华等化工企业，这种企业本身都是周期性非常强的，遇到经济形势不好，产生“戴维斯双杀效应”[①]，这对收益影响很大。实际上在2007年我们把张裕和云南白药换成了这些东西，虽然当时是加分的，但遇到经济形势不好，“戴维斯双杀效应”起来也很凶猛。经过2008年，2009年以后我们慢慢退出了周期性行业，因为我们觉得这些行业穿越周期是有问题的，2012年也是这样。

2012年也就地产股好一些，像银行、保险和化工企业，周期性很强的企业，重资产类的都表现不好。当然轻资产的、跟消费相关的、弱周期的、被历史证明能够穿越周期的行业确实表现不错，实际上又回到了2003~2005年我们投资的状况。只不过我们经过了2008年惨痛的代价以后，更加清晰、深刻地意识到该投资什么样的企业。

● 问：2008年为什么会有那种选择？您说现在的选股风格又回到公司刚成立

① 戴维斯双杀效应，指有关市场预期与上市公司价格波动之间的双倍数效应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时的风格，这种回归有什么不同?

● 答：这就是“吃一堑长一智”。2008年我们是全力以赴经历的，可能不像有些人是空仓，因为我们是长期风格的，要遵循长期投资的逻辑。但是选择什么样的东西穿越牛、熊市周期的变化，做长期投资，这个可以说没有深刻教训是很难体会的。我们经过了深刻反思，而且改正还是比较及时的。

比如2009年我们把地产股换为上海家化，当时成本差不多也就12元（有除权[①]），现在40多元了。如果我们当时不改变，还持有地产、银行、保险一直到现在，我们的净值不说从5~6角涨到1.5元左右，可能现在还是3~4角。所以说这种改变是有必要的，甚至我们可能还改得稍微晚了点，比如对有些保险公司、银行的改变。如果能改得再早些，还会更好。

● 问：目前上海家化等消费类公司的高估值能持续多久?

● 答：这个主要看企业的经营情况。像贵州茅台早期的估值都是相当高的，涨到现在反倒估值低了。它可能涨到200多元，市盈率反倒20倍以下，但刚开始在2003、2004年的估值更高。企业估值高低主要应该看长期增长情况。我们的风格是主要买成长股，我们是以成长股为基石来投资。

如果说买价值的，比如现在很多人说低估的银行或者大秦铁路，可能还会更低。低的标准很难确定。

我们可以从巴菲特先生的成长经历看到，他如果只是纯价值型“捡烟屁股型”的投资，绝对成就不了今天的地位。他以价值为基础，加上相对来说确定性的成长——当然也只能是模糊的确定性。比如他投资喜诗糖果，也觉得当时高了，差点没投，还是查理·芒格说你就投吧。他从喜诗糖果开始变成成长投资。他自己评价自己是7分的本杰明·格雷厄姆、3分的菲利普·费雪。但是我的判断他应该是反过来：7分的菲利普·费雪、3分的本杰明·格雷厄姆。当然他可能现在资金量大了，又回到了本杰明·格雷厄姆的方法，比如买铁路啊。

很多中国人买铁路也是看巴菲特。他在不同历史阶段，比如当你资金大到一

① 除权，即把股东获得的收益从股票市值中扣除。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



定程度以后，就会找一个相对确定的东西。因为我可以长期持有，拿10年，靠分红就可以把投资赚回来。但是当自己资金不够大的时候，或者是有余力来做成长股的时候，可能还是成长股好些。

因为成长股是顺水推舟，价值股有的时候是逆水行舟。你把中间这个逻辑、道理想清楚，哪个方法更适合这种成长阶段，这可能是需要探讨的。当然，各种各样的方法都有赚钱的可能性和机会。有些人做纯价值、“烟屁股型”的投资，肯定能赚钱的；也有人做成长型能赚钱的。这个不是原则问题，是由人的性格、偏好和着眼点决定的。

● 问：在中国股市环境更适合做哪种类型的投资?

● 答：我觉得成长性的投资可能更适合。国内的这种炒作风格是20年前形成的，你想改变它的交易文化非常难。香港地区的企业如果表现好，确定了这回事，股价才开始表现。而我们的文化是，假设这个东西能起来，股价就“嗖嗖嗖”涨，然后涨到头了，当这个事真出来了，就开始跌。这和国外成熟的方式还是有差别。所以说在中国这块土地，我个人倾向于成长型的价值投资方法，比纯粹的“烟屁股型”的价值投资更适合。

● 问：现在抄底银行股、大秦铁路等算是捡“烟屁股”吗?

● 答：认为是“烟屁股”的就是“烟屁股”，认为不是烟屁股的就可能是陷阱。不同的人有不同的观点，一些人认为有价值的可以去抄底，但别人可能认为没有价值。价值可能是个形而上的东西，不是确定的东西，是你觉得有价值，别人觉得没有价值，所以这样才有价值。

● 问：您为什么这么看好广州药业?

● 答：广药我自己觉得只能是一种期待。广药毕竟把“王老吉”这个品牌收回来了。这个品牌我跟了很多年了，“王老吉”这个品牌是有可能媲美可口可乐的。2011年王老吉已经超过可口可乐了。现在王老吉归到广药手里，我希望广药能借助这个品牌的力度，跟加多宝竞争。再不行也要打几个战役，打几仗以后就会锻炼出一支队伍。只要能把品牌延续下去就可以，广药的长期潜力、爆发点是有的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：您对广药的期待确定吗?

● 答：药的竞争比消费品的竞争还残酷。所有药都有很多厂家，而消费品竞争对手也就七八家，凉茶也就屈指可数的那么几家。我觉得广药做成的概率要大于失败的概率。

如果当时没投广药，我会终生后悔

● 问：最早您投资贵州茅台，到现在投资广药，开始都有很大争议。您是怎么做到不为外界压力所动的?

● 答：投资就是独立思考，需要对你的判断做投票，而且关键是说和做要一致。你是怎么想的就怎么说，做你认为正确的事，剩下的让上帝完成就好。如果你认为对了，就去做，至于你看的是不是正确的方向，那再说。我们说投资是比谁看得远，看得准，敢重仓。你看不对就要承担看错了的结果。投资主要是看得远，对了会成就你，错了就要承担风险。

从我们自己投资广药的情况看，当时白云山A和广药合并的时候每股收益大概是5角多，不到6角，两个加起来按照20倍市盈率，就是12元人民币，再算汇率，你可以算出换成港元是多少钱，当时港元在7~8元钱。所以说没有王老吉也还是有安全边际的。它又有安全边际，又是价值型的，又是成长型的，这时候如果你不投资，是不是会终生后悔?如果王老吉真做好了，那可能就是500亿元，甚至1000亿元市值，可能是比贵州茅台还好的公司。

贵州茅台能走向世界，但毕竟是奢侈品。像这种代表浓厚中国文化的东西，如果能走向世界，是完全不一样的。所以，在那个时刻，我们做这样一笔投资，我自己觉得应该是每一个正常的投资人都应该做的事情。如果不做，我可能现在会非常懊悔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们一生中重大的投资机遇不会太多，像查理·芒格比喻的打20次孔，如果我们一生只有20次重大机会出现。你再三错过这些机会，是极其遗憾的。对投资人来说，当重大的历史机遇摆在你面前的时候，你能不能迅速做出判断，是非常重要的，因为它稍纵即逝。

只赚属于我们自己的机会

● 问：投资如何能找到这种重大的历史机会呢?

● 答：这个跟长期积累有关。首先，虽然机会很多，但我们只赚属于我们自己的机会。市场上不乏机会，比如周期性行业。如果你不愿意投资周期性行业，那涨再多、跌再多，跟你都没关系。但是当轻资产、消费类、你喜欢的风格机会出现时，你就要全力以赴。因为你长期关注，它一旦出来，你会很快关注到，所以不是很偶然的事。

做投资最遗憾的是，当这个点来了，你不去做，或者说是言行不一致，这是最大的问题。但这对我们不是障碍。我们怎么想就怎么做，做的时候再修正、再观察。投资是一个持续工作的过程，持续奋斗，点到了你就要做这个决策。

● 问：怎样才能提高投资的确定性?

● 答：世界本身是不确定的。但是在买贵州茅台或者广药这种历史机会时，我们是很确定的。贵州茅台在170～180元的时候，我跟很多朋友说，贵州茅台2011年赢利是8元多，2012年14元，12~13倍市盈率的贵州茅台你都不敢做投资，那你还做什么投资?

如果说你是专业投资者，你就不用投了，什么都不用投了。贵州茅台几乎是一个没有缺陷的企业。什么是确定? 就是对事物的认识。我们就认为，决定贵州茅台未来发展的最根本逻辑是中国崛起的中产阶级。他们崛起了，要消费中国最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



好的酒。所以说当我们认为贵州茅台真正崛起的原因是因为中国的发展，是受益于改革开放的成果，是大批中产阶级崛起，是中国财富的增长，那在170元、13倍PE的时候，你就敢投资。

这个确定性还是取决于你看问题的角度是不是客观，是不是把握了事物发展的根本原因。当然我们也可能看错，但是至少在那个位置我们愿意去做这个决定。这是我们的想法，而且这样做了。很多事情如果要提高确定性，其实就是个修炼的过程。就像查理·芒格评价巴菲特，65岁以后投资技艺突飞猛进。

投资就是一个对人性优劣的奖惩

● 问：成功的投资者需要具备哪些素质?

● 答：独立思考、勤奋、谦虚、客观。所有的事业都不是一帆风顺的，都是不断修炼的。投资就是一个对人性优劣的奖惩。人性的优劣需要你去修道。全世界最聪明的人都在这个市场上，为什么是你赚到钱？这是很难的。你首先得想这个东西不是白来的，要经过不断努力，然后才是天赋的问题。可能你没有天赋，再努力也不行；但有天赋，不努力也不行。

● 问：芒格说过不见40岁以下的投资者，您怎么看年龄和投资的关系?

● 答：正好我们在40岁的时候，也就是5年前，亏了一大笔钱。你只有经历过这些东西，才能让这些阅历、经验和教训变成宝贵的财富，这和年龄有很大关系。如果没有之前更早期经历过的那些事情，可能我们2008年就消失了。为什么2008年我们扛过来了，因为在更早的时候就知道投资不能借钱，不能融资。

另一方面，如果在2007年最高点时出来了，我们现在可能就在重复之前没有经历过的错误。当然人是要反思的，古希腊哲人说，人不能两次踏入同一条河流。我们做投资也发现，同一个错误，如果不反思的话，会重犯。会反思的人、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

聪明的人，如果上次亏10亿元，下次就不会再犯亏10亿元的错误。如果老犯同样的错误，那你就不适合投资。

查理·芒格说，不见40岁以下的投资人，因为你不到这个年龄，很多事情可能你还没经历过，没有感悟。我们很幸运，一进市场就自己做投资。但对于很多人，投资的职业生涯没有那么长。你只有经历过几轮牛熊市的起伏，才知道什么钱能挣、什么钱不能挣，光理解这一点，没有10年以上的投资经历，就不可能。

● 问：人有没有可能真的从别人的错误中吸取教训？

● 答：如果能当然是最好的。去年有人请我写《股票作手回忆录》的序。我在20多岁刚入行时看过这本书，和现在看完全不一样。你现在看他当年犯了什么错误，那你就别再犯了。悟性高的人是很可能做到的。我很坦率地说我们经历了哪些失误，错在哪儿、败在哪儿，其实就是告诉大家别再犯了。包括为什么我们这次又好了，最根本的原因在哪里？林园2008年也不好，现在起来了。为什么这种投资风格的人，这几年又起来了，这背后的逻辑在哪里？值不值得借鉴和推广？业绩背后值得深思的是这个人的哲学逻辑和思考点。

这个问题在当代中国比较重要，因为很多人说中国没有价值投资，没有值得投资的好股票。实际上林园和我们的业绩已经证明了，即便在这么残酷的市场背景下，我们的净值还在创新高。这实际上打破了很多人认为中国没有价值投资的说法。价值投资选择好企业，靠企业成长赚钱，这应该是一个放之四海而皆准的方法。这个理论没有任何问题，只不过看投资者有没有能力选择到这种企业。如果很多投资者能够认识到这一点的话，对中国证券市场而言是最大的进步。比如郭树清主席说提倡投资蓝筹股，关键是：什么是蓝筹股，什么是能够抵御经济周期的蓝筹股？这对于很多投资人来说，就是进一步的问题了，他们会自问有没有能力选择这种蓝筹股、这种皇冠明珠似的企业。

香港地区的老百姓为什么只喜欢买蓝筹股？因为只有蓝筹股是创造财富的，绝大多数企业是毁灭财富的。从企业百年发展的历史看，世界500强公司成活率也才3%~5%，绝大多数企业100年就没了。我们现在市场上的这些股票基本上70%在100年以后就没了，让老百姓在这个里面投资不是有问题吗？把这些问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



想清楚就有结果了。

中国现在这个大环境，做短线的，我们不能说不对，他们确实也在赚钱。但是这个钱是不是适合你来赚，却是个有意思的问题。证券市场每天都有很多不可思议的事情发生，20年形成的供需不匹配和急功近利导致的交易文化，细究起来很有意思。

● 问：作为开始接触技术分析，后来一直践行价值投资的投资者，您怎么看技术分析的作用?

● 答：我个人认为，所有工具就像少林寺的108式。武功就是那么108招，但是谁练出来谁就成为高僧。花架子都会，但你要达到最高层是很难的。技术分析也是一样。我在君安证券的时候，曾经获董事会研究奖的文章，一篇是《B股十年磨一剑》，发表在《中国证券报》上，一个星期后B股大涨。还有一篇是《新千年一月股市大逆转》，大概是1999年1月，也是在《中国证券报》发的，都是靠技术分析得出的。我也写过用技术分析眼光看中国历史的文章，把中国历史拿来数浪①。这些东西关键还是看个人怎么用。你可以把它放在更广阔的时空里去，看不同的东西就完全不一样。

技术分析也不是说没有用，作用还是有的，但是对于真正的财富创造来说，靠企业增长还是更确定的赚钱方式。比如假设贵州茅台赢利涨了100倍，股价涨100倍很正常，这就是确定性。波浪理论等技术工具用得好还是非常需要天赋的，如果真正是自下而上风格的，技术分析这些东西都可以不用考虑。

● 问：您一般怎么评估企业内在价值?

● 答：精确估值肯定是不可能的，也就是模糊的正确。投资中能够精确估值的部分只占到53%左右，47%是不能精确估值的，这是中欧工商管理学院的老师上课时说的。精确估值来确定一个企业非常困难。

比如现在广药到底值多少钱? 让你现在来估，不可知的东西太多了。加多宝说它要做1000亿元，如果加多宝能做1000亿元，那你说王老吉能做多少? 他

① 数浪，即数波浪，股票技术分析专业术语，是K线图中波浪型态的起伏、时长等情况的反映。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们是五五开、四六开、三七开、倒三七开，或者说王老吉的品牌没了，你怎么估？这是很难的。但你应该有个大概的比例，比如假设你五五开，中国凉茶市场有多大？如果整个市场300亿元，各150亿元；或者四六开，加多宝多点，广药少点，再按照大概市销率估算值多少，可口可乐、百事可乐的市销率在那摆着呢。做快速消费品的企业本来就很少，和其正40亿元，你就说王老吉能不能做过和其正吧？

● 问：您的意思是先做有确定性的，其中不确定的再用安全边际来抵掉？

● 答：说起来很容易，做起来很难。广药持有到现在，你的安全边际是多少？要不要设止损？这是很难的。我这么多年投资，个人的直觉是广药A股到了30多元钱，肯定会盘一段时间，不会大涨了，也不会大跌，最后要取决于广药做得到底怎么样，这个过程就要看草根调研的情况了。广药自己夸下海口说明年做到100亿元。如果真能做到100亿元，产量上去、货铺下去，那就非常厉害了。估值只能是一步一步看。

● 问：您觉得投资枯燥吗？

● 答：我觉得非常有意思。从投资的角度，比如思考王老吉和加多宝的竞争，到底品牌重要还是渠道重要，这绝对是可以写进教科书的。加多宝现在偷换概念，王老吉是别人的，但是它自己说是改名。你看它怎么在中国社会得逞，这是很有意思的事。

● 问：您怎么确定自己的能力圈？

● 答：对我们来说，能赚什么样的钱已经在圈定你的能力圈了。你认为最好行业里的一些企业，你抓住它就行了。

● 问：有人说中国好公司越来越难找，您怎么看？

● 答：好公司比较少是肯定的，但也有很多好公司摆在那儿没人买。比如贵州茅台，现在动态市盈率还不到20倍呢，贵州茅台这样的企业，这么高的成长性，在全世界任何一个市场都会给20倍以上的PE。

● 问：您一般喜欢什么样的公司？

● 答：最好是像贵州茅台这样的，“护城河”很宽。最好的投资是产量增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



长，价格也在增长。一般商业模式是产量增长，价格下降。它是产量增长，价格增长得还快，这个“护城河”就太宽了。王老吉、广药这种模式比贵州茅台差一些，因为还要拼。

最想买阿里集团和顺丰速运

● 问：有没有您特别想买却买不到的公司?

● 答：早年曾经想买的是马云的阿里巴巴集团，但是他上市的是B2B业务，如果当时整体上市就好了。你看互联网公司，比如腾讯、百度都让投资者赚了很多钱，但是马云实际上是让很多投资者亏了钱的，就是因为他最有价值的东西没上市。

我们曾经也想买他们的内部职工股，但是很麻烦。还有顺丰速运，这么好的企业，这几年高速发展，如果是创业板上市的小企业那不得了，我们肯定投了，它肯定是比当时的苏宁电器还要有前景的企业。

所以你身边总是有这样的机会的，有些是你的，有些不是你的，你也不用着急，机会总是有的。我从业20年，每年都有一些机会。比如2009年的包钢稀土，不也是机会吗? 其实我当时也看好包钢稀土，如果买，也会赚20亿元。当然如果你看到没做，那等于白说。

● 问：有没有考虑通过买雅虎间接投资阿里?

● 答：买雅虎的一个问题是，如果是投资收益的话，市场只给你一次性估值。真正的商业模式是持续性商业模式，不是投资行为。如果市场认为你的收益来源于一次性的投资收益，它是不会给你高估值的。这是比较遗憾的事情。

● 问：您迄今为止最成功和最失败的投资分别是?

● 答：从亏钱的绝对数量来说，可能最大的教训是2008年，学到的教训就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是：周期性行业，碰到宏观经济下行，碰到“戴维斯双杀”，是很残酷的。从赚钱数量来说，贵州茅台和腾讯让我们赚了很多钱。

● 问：腾讯这种互联网企业您当时为什么会投?

● 答：腾讯当时虽然是互联网行业，但我们认为它是个平台消费类行业。几亿用户的平台搭建起来以后，在平台上面玩都会消费，它就是个互联网消费企业。而当时它的壁垒是很高的，想打破它的壁垒很难。现在有新浪、奇虎360等，但当时它的壁垒几乎是牢不可破的。

● 问：对现在的年轻投资者您有没有什么建议?

● 答：一个是要勤奋，保持独立，有学习精神。投资没有捷径。要相信这个时代和机会。上次我见过几个年轻人，他们认为没有机会了，往上升的路被堵死了。我从自己的经历来说，不会的。我原来在君安证券当经纪人的时候，不是一样吗? 还是要靠自我奋斗才有现在。奋斗以后能不能有未来，是老天爷决定的，但你不奋斗，想成功，那就没天理了。

雪球用户精彩评论

史蒂夫肖先生：股票真的有成长股和价值股之分吗? 成长的价值已经包含于内在价值了，对商业模型的透彻理解才是投资的核心。

关山：回复@**守株待兔**：我跟踪但总挺久了，2009年就开始了，我记得2009年底的时候，他认为2010年银行股因为估值修复应该会有波行情的，但是2010年银行股很差，可能但总之后看法有所修正，他现在风格接近自下而上。

飞刀：虽然和他的投资理念有所不同，但仍然认为但总是值得钦佩的投资人，能抓住贵州茅台或者腾讯的其中一个都已经了不起了，何况两者兼得。

均无为：对于一个赚过上亿元、也赔过上亿元，还活在这个市场的人，还能把自己的经验错误和大家分享的人，我还是愿意听听他说的，这个忠告太值钱了，最少1000万元吧!

hollow：回复@**夏忘书**：但斌的问题是有理念而没逻辑。他觉得好的公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坏的也是好的，估值高也有成长的理由托着。最要命的是，直到现在还是用市场价格来标定自己投资的成功与失败。

WasteHouse：在但斌看来，银行就是周期股，贵州茅台就是成长股，不知道是以什么标尺来衡量的？我一直以为，周期股是经营利润周期性变化，比如钢铁、水泥，可不少银行这几年利润年年大幅增长，价格萎靡只是市场给的预期不够而已，所以就不是成长股了？

参考资料

投资业绩



（数据来源：好买基金网公开数据）

东方港湾马拉松业绩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



贵州茅台(SH:600519) 买卖 ✔已关注 取消

¥204.72 +0.140 (+0.07%) 2012-12-25 15:05:00(北京时间) 实时行情

今开：202.90 昨收：204.58 最高：206.87 最低：201.22

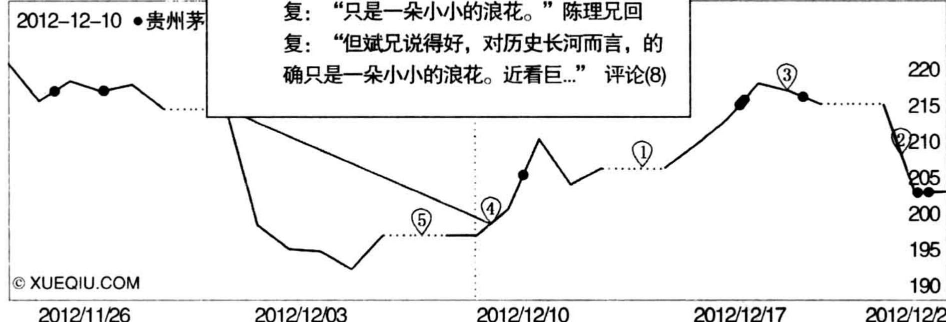
成交量/平均：595.34万/497.09万 成交额：12.19亿 52周最高：266.08 52周最低：170.90

市盈率LYR：24.25 市盈率TTM：18.20 每股收益：8.44 每股净资产：26.81

总股本：10.38亿

但斌V： 12-11 10:46 ×
陈理兄问我塑化剂事件对茅台的影响。我回复：“只是一朵小小的浪花。”陈理兄回复：“但斌兄说得好，对历史长河而言，的确只是一朵小小的浪花。近看巨…” 评论(8)

股票对比 信息筛选 讨论 恢复默认 全屏



个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陈理：坚持价值投资才是硬道理

采访者：@王吉陆



阿理

上海

股票25只　讨论47条　粉丝1980人

经常讨论：贵州茅台，五粮液

认证：上海实力资产总经理陈理

背景资料

陈理原本是公务员，也是第一批投身股市的人之一。1992年开始投资股票，2000年通过投资赚到人生第一笔100万元之后，他从副处长的位置上辞职，从四川到上海开始全心做投资。

陈理在投资上获得的第一个机会来自他身边的四川长虹，他全程参与了四川长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



6. 我们生活在不完美的世界里，投资也没必要追求完美，在中国还是能找到不少可以长期投资的优质企业的。

赚到第一个100万元的大机会：四川长虹

● 问：从事投资这个行业多长时间了？为何选择这个行业？

● 答：1992年开始投资股票。当时从四川大学毕业，分到四川省经贸委工作，本身对商业比较敏感，当然细想起来，跟基因也有点关系。我的外祖父和外曾祖父都是福建商人，抗日战争时逃难跑到了广西钦州。四川也是最早实行股份制改造的试点省份，第一家是盐化股份（中润资源的前身川盐化），我还买不起一手（100股），当时我一个月的工资是147元，后来帮要转让的人牵线搭桥，转让一手加100元钱，通过这个方式赚了2000元钱，然后才有本钱开始做股票。

● 问：什么时候离开经贸委，职业做投资？

● 答：2000年到上海财经大学读证券期货的研修班。我觉得实现了财务自由就出来了，不过当时的概念不一样，那时成都生活成本很低，所谓财务自由就是有了人生第一个100万元。这100万元也都是投资赚来的，从2000元到100万元用了8年。

其实1998年的时候就有机会职业做投资，海通证券曾找我，说给我套新房子让我去，不过那时我刚提了副处长，马上离开觉得有点对不起领导。海通的朋友为什么找我呢？我估计除了我当时在投资方面比较有研究外，和四川长虹有很大关系，他们曾找我了解四川长虹的情况，据说海通证券通过四川长虹赚了10倍。

● 问：四川长虹是您抓住的第一个大机会吗？

● 答：对，第一个100万元主要是从这里赚来的。1995~1998年这一段，四川长虹在二级市场都涨了20多倍，从一级市场买入开始算，涨了100多倍了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：那您是什么时候卖出的呢？当时买入和卖出分别是怎样的逻辑？

● 答：买的时候是因为非常便宜，3~6倍的市盈率，而且业绩呈50%的增长，当时觉得四川长虹太好了，四川最好的企业，利润占绵阳市工业企业利润的90%，而且当时是卖方市场，短缺经济，四川长虹的市场份额接近25%。1998年卖出主要的理由是基本面变化，市场变为买方市场，四川长虹的应收账款也出现一些问题，我认为经营情况变坏了，就卖出了。家电这个行业也没有好到你要持有一辈子，只有像可乐这样抗周期的日常消费品才一定要拿住，我后来还专门研究过，我认为家电这个行业长期来看资本回报率不是很好。

2002年后做纯粹的价值投资

● 问：您有没有估算过，从1992年2000元钱，到现在业绩回报是多少？

● 答：2000元钱的基数比较小，比较起来不是很客观。我觉得可以分阶段看，1992年到2002年，大概500~600倍；2002年以后，我严格按照价值投资的理念做，到现在年复利应该是30%多，主要是A股，算上B股要多一点，大概有40%~50%，但B股比较特殊，我主要是抓住了一次比较大的机会——伊泰B股，有点偶然性，涨得太多了。

● 问：您到现在特别满意的投资个案有哪些？

● 答：四川长虹、万科A，包括很早买的五粮液、招商银行、伊泰B。后来也买了贵州茅台，2008年金融危机的时候买的，从90元多开始，最低买到86元。还有张裕B，早期买的东大阿派（现在的东软集团），刚上市我就买了，涨了十几倍，我大概赚了9倍。通过这些案例我发现，赚大钱还是要长期持有好公司，我那时也学了技术分析，但都是赚小钱，或者是亏钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价值投资不能违背的三大原则

● 问：什么时候开始接触巴菲特的投资思想的?

● 答：1995年底，美国的孙涤教授在《上海证券报》有一个专栏介绍了价值投资，孙涤还把巴菲特的名字翻译成华伦·布费，把格雷厄姆翻译成格拉罕姆。看了他的专栏以后，我就特别认同这个理念。

● 问：当时对您启发最大的理念是哪一个?

● 答：买卖股票如同经营企业。那时，我对市场的态度还不够纯粹，认为还是可以预测，但是选股就是选企业，买股票就是买公司，这对我启发很大。

● 问：1995年接受价值投资理念以后，直到2002年才转为纯粹的价值投资者?

● 答：有个混合的过程，当时我仍然用一笔小钱做技术分析，做试验。试验下来就觉得这5%、10%太不值得了，花了很多时间和精力，有赔有赚，把价值投资那一块的时间耽误了，每天花时间看盘，人搞得很累，而且心态不好，亏钱的时候特别难受。

后来发现做价值投资很少亏钱，你看早期的翻10倍很正常。2000年底电广传媒增发，当时我特别看好这家公司——电视湘军，中国最有活力的电视台，60倍市盈率增发，于是去参加申购，而且后来跌破增发价我又买了，造成比较大的亏损，亏了30%后我清仓了。这一次亏损促使我转向了纯粹的价值投资。

● 问：转变的逻辑是什么呢?

● 答：因为这次投资不纯粹，没有坚持安全边际，虽然我认同这家公司，但是买点不对，增发价都60倍市盈率，从估值角度太贵了。于是就知道要严格按照价值投资的标准来做。正好技术分析那一块经过试验发现不值得，花很多时间，而且成功率没有价值投资高。所以说“十年磨一剑”，从1992~2002年，正好10年，慢慢成熟。

● 问：转变为纯粹的价值投资之后，您觉得最基础的几条原则是什么?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：第一，买股票就是买公司；第二，对市场的态度是，不去预测市场，市场是为你提供服务而不是提供指导的，你应该利用它，而不是让它来指挥你；第三，安全边际。我买电广传媒就违反了这一条，所以说不纯粹。这三条原则一定不能违背。

● 问：你说在坚持巴菲特投资思想的基础上进行微创新，主要做了什么创新?

● 答：一个从投资哲学的角度，把中国的传统哲学比如说《易经》、老子、孔子的思想和巴菲特的投资理念结合。国内有一本书叫《实力论》，20世纪90年代出版的，我当时特别认同这个理论。其实巴菲特也是实力论，选的公司都是有实力、有竞争优势的企业，所以我认为投资应该投实力派的企业，而不是投概念派、偶像派的企业。我们企业叫实力资产也是这样来的。毛泽东说的“枪杆子里出政权”，邓小平说“发展才是硬道理”，也都是实力论。所以我把巴菲特的投资思想和实力论以及中国的传统哲学结合起来。

我们中国人怎么掌握巴菲特的理念? 我觉得就应该内化，用我们的思维方式去理解。从投资方法上看，对企业的分类，用实力圈去理解，选企业选那种有持久竞争实力的，就是巴菲特说的“护城河”，“护城河”说的是防御实力。

从投资组合看，我分成阴阳两类，一类是防御型，一类是进攻型，股票就属于进攻型，债券属于防御型。包括后来我提出的“长期收藏+滚动操作”，中国股市波动非常大，除非像贵州茅台这样特别优秀的企业或者处在高成长阶段的优质企业需要长期持有。一定要拿住，大部分企业我认为高估时一定要卖掉，就是低买高卖，这跟技术分析不一样，技术分析是预测趋势，我这个根据估值和企业基本面来。

● 问：像贵州茅台高估了也不卖?

● 答：这种就不能轻易卖，如果极度高估，也可以卖，比如像2007年的时候100倍市盈率，但如果你还是拿不准，不卖也没错，你就当成你合伙或者控股这家企业。就是说这样的企业不要轻易卖，卖出一定要有好的理由。巴菲特的投资组合里有几家公司也是不轻易卖的，可口可乐、富国银行、美国运通、包括现在的IBM，他的理念就是当成合伙或者控股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在学习中发现投资机会

● 问：这些投资机会您是怎么发现的？

● 答：首先是学习。我当时就是学了巴菲特，选股方面参考了他的选股思路，美国的今天就是中国的明天，我研究了巴菲特的投资组合，对照中国有哪些类似特质的企业，我买的这些企业虽然没有完全符合，但大体符合巴菲特的投资理念。

巴菲特投资组合，第一个是大消费，饮料、食品、零售，后来也有医药；第二个是保险、银行金融服务；第三个是传媒，所以当时买了电广传媒，这也是犯了教条主义的错误，认为巴菲特有传媒，我非要配个传媒。我当时认为电广传媒是中国最好的传媒，但这就勉强啦，股价太贵了。

其次是要大量阅读，除了年报，还有报纸、财经杂志。20世纪90年代我做了大量的剪报工作，还从四川搬到了上海，另外多做调研，尽可能参加股东大会。有些机会就是在阅读中发现的，没有阅读就没有这个灵感了。

● 问：能举个例子吗？

● 答：比如伊泰B。当时看到巴菲特买了中石油，我联想中国有哪些类似的企业，后来就想到了伊泰B，做煤炭的，当时市盈率4倍多，比中石油还便宜，而且高增长。我买的时候是2006年9月，上市公司自己预测到2010年，就是4年后产能翻3倍，从1000万吨到3000万吨，如果煤价不下跌，就是业绩翻3倍，市盈率才4倍，比中石油好。

● 问：伊泰B是什么时候卖出的？

● 答：2007年卖过一部分，那时涨了17倍，没卖完，也有偶然性，我头一天卖了一笔，第二天准备挂单的时候有朋友来找我，后来就跌了，我没卖。没卖也没关系，2009年又创历史新高，涨了20多倍，我又减持了一些，现在还持有一部分。

● 问：减持的理由是什么？

● 答：股价已经到了合理区域，不再低估了，虽然也不算高估，但我认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



煤炭这个行业有一定周期性，也不值得特别长期持有，而且我有了更好的投资机会，增持了张裕B。

“大盘恐慌+公司坏消息”等于最佳买点

● 问：从发现机会到最终决定买入，您会考虑哪些因素？

● 答：我有几个步骤：首先对它做一个评估，我自己有一个系统，用一个评估表打分，基本上按照巴菲特的十二定律，我做了一些细化，按照实力理论做了一个实力评估系统，曾经想开发软件，后来觉得不专注，就不搞了，还是专注投资。

后来评估下来，贵州茅台打分还是最高的。打分之后，做估值，然后做投资计划，决定什么时候买、什么时候卖。早期还是比较扎实的，熟练以后我基本上就心算，当然误差不大。ROE[1]、负债率两个指标就筛选掉很多公司，另外有些行业不看的，这样大部分企业都筛除掉了。

● 问：给企业估值时，您最看重哪些方面？

● 答：主要看长期的获利能力，还有个财务稳定性，根据实力评估系统，看经营实力、财务实力、管理实力三大实力，各个方面都要考虑到。

● 问：如何把握买入和卖出的时间点？

● 答：就是根据估值来判断。当然有时候像巴菲特讲的，别人恐惧的时候我贪婪，我认为“大盘恐慌+公司坏消息”等于最佳买点，这时候最容易低估。当然要评估这个坏消息是短期的还是长期的影响，会不会影响基本面，即暂时碰到困难，能不能走出来，重振雄风。比如说贵州茅台，2010年我们实力资产建仓的

① ROE，即净资产收益率或股东权益收益率，是净利润与平均股东权益的百分比，是公司税后利润除以净资产得到的百分比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时候就是短期有坏消息，大盘也不好，当时增长放缓，基金都在减仓，但我认为这是暂时的，它的竞争优势没有改变，供不应求局面没有改变，我们评估它未来5~10年没问题，价值投资者的远见优势此时可以发挥作用。

投资最大的风险是在良好的商业环境下买到劣质股

● 问：您的名片上还有个职务是实力资产的首席风险官，那您认为投资中的风险主要存在于哪些方面?

● 答：风险是损失的可能性。我注重的主要有两个：一个是公司层面的风险，未来5年、10年、15年企业的竞争优势有没有弱化的可能性，或者行业变迁，比如说白酒行业，长期消费趋势有没有改变。

另外一个风险，本杰明·格雷厄姆有个论述，最大的风险不是高价买好股票，而是在良好的商业环境下买到了劣质股，就像我之前买电广传媒，用“青蛙王子”的价格买到了“癞蛤蟆”，一旦情况变了，经济条件有变化，股价会一落千丈，跌掉90%～95%，只剩零头都有可能。

● 问：这种风险怎么规避呢?

● 答：就靠你的选股系统怎么识破表象，把冒充青蛙王子的癞蛤蟆找出来。

● 问：能举个例子吗?

● 答：比如说东方电子，当时行业、公司业绩都高增长，被公认为高成长优质股，股价10倍速的上涨。但实际上，东方电子只是一家平庸的企业，只是把炒股的收益放到主营业务利润中，看上去像主业高速成长，被曝光后股价一落千丈，给痴情的投资者以致命打击。东方电子的情况不仅属于良好的商业环境下的劣质股，而且属于十分恶劣的财务造假，两种情况的叠加效应对投资者的打击更沉重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：像这种股票怎么鉴别呢?

● 答：还是要扎实地调研，外行人可能看不出来，但行业内的人还是知道一些的。另外，要用常识来判断，好得太离谱、违背常识的情况，要特别警惕。

● 问：说到调研，您到一个公司调研之前，会做哪些准备?调研时会提哪些问题?

● 答：调研之前先做研究，哪些因素是影响公司业绩的基础变量，调研时就盯住这些因素来提问。我最喜欢问的问题是：你在做哪些你的竞争对手没有做的事情?如果大家都在做一样的事情，没有体现优势，如果你在做，说明你有独到之处。

● 问：目前为止，得到比较满意的回答了吗?

● 答：有很多企业回答得不好，少数还可以。比如有次我去北京银行，它风险控制做得比较好，我就问了这个问题，他们就回答了风险管理上跟别人不一样的地方。有的人回答“我也不知道竞争对手在做什么”，这就比较糟糕了。

坚持价值投资的困难在于不理解

● 问：您觉得在中国股市坚持价值投资最大的困难是什么?

● 答：你真正内化之后、发自内心彻底理解以后，不困难是自然而然的事。困难在于你不理解。

● 问：也有人觉得A股更像一个赌场，适合价值投资的标的不多。

● 答：这样理解是消极心态。正因为很多人在赌，很容易造成低估或高估，我们少数人就有机会了。适合价值投资的标的还是有的，我觉得心态积极很重要。

● 问：您觉得一个成功的投资人或者快乐的投资人需要具备哪些方面的品质?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：成功和快乐有区别。如果要做能赚钱的，巴菲特讲了两大方面，加起来四条标准：风险嗅觉，甚至没出现过的风险也能识别出来、予以规避；要独立思考；情绪和感情稳定；对人性、个人和机构的行为有深刻的理解。我再加两条：持续学习的能力，很多投资机会都是学习中来的；专注，如果说做快乐的投资者，心态积极很重要，投资难免有失败的时候，你应该把其当做吸取教训、改进的机会。

● 问：投资对于您来说，除了带来财富还带来了什么？

● 答：除了挣钱以外，我觉得精神方面的快乐很重要。投资带来“四乐”：自由之乐；宁静之乐，投资这个行业比较干净，做别的行业可能要做很多违心的事情，但投资可以让自己很干净，万事不求人，所以巴菲特的投资哲学是可以让你平静安宁地致富的投资哲学；奉献之乐，你欣赏一个企业家、一个行业，把钱投给他，从本质上是优化资源配置，也是一种付出和奉献；寻宝之乐，通过思考判断，找到一个宝贝，收藏好企业，是一个有趣的寻宝游戏。

● 问：对个人投资者在财富管理上您有什么建议吗？能不能推荐一本读物？

● 答：做好手头的事情，量入为出，节省的钱拿来做投资，长期来看，这是一般人也能做到的，这样坚持下来寻求财务自由。我觉得打工就像提桶打水，投资就像修一条管道，如果有一天你生病了，或者不想去工作了，这条管道还在为你挣钱。

我还是建议读经典书，一般的书容易误导别人，经典不会误导。本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》、巴菲特的《致股东的信》、查理·芒格的《穷查理宝典》、菲利普·费雪的《怎样选择成长股》、彼得·林奇的《战胜华尔街》，另外可以读读拿破仑·希尔的书，如《思考致富》。

阿理答雪球用户提问

lytadao：对@**阿理** 说：从2000元到100万元用了8年，假如你2012年是个拥有100万元的20多岁的年轻人，会用这100万元做什么投资？如果是股票，你觉得重点应该考虑哪些方向？你觉得从投资赚到多少钱后可以考虑专职投资？

阿理：投资决策的本质是机会成本的比较和选择。因此，当下股票是唯一最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



优的选择。主要考虑大消费（含日常消费、医药和零售）、金融服务（银行、保险）、能源资源和信息传媒等。总资产的3%以内够一年的消费就可以专职投资了；“一家两制”，如果爱人能养家，你专职投资，则对资金要求低得多。

Barfi：对@**阿理** 说：A股能做价值投资吗？A股做价值投资面临最大难点是什么？你如何看国内打价值投资旗号却天天炒作做波段的投资人？

阿理：巴菲特说过，不做价值投资，难道要做无价值的投资吗？全世界都一样，A股亦然；最大的难点在于好公司低估的机会比较少。公开场合误导他人的人，在私下的场合会误导自己。

小蛋：对@**阿理** 说：有一个问题还没有思考清楚，如果股票池内的几只股票涨跌不一，有些变得高估、有些变得低估，那是否该变换几只股票所占各自仓位的比重，以体现高估和低估的事实？

阿理：核心仓位、战略性品种要抱牢，卫星仓位、战术性品种可根据估值和机会成本的情况调整仓位，但估值价差够大才要变换，避免操作过于频繁。要稳中求进。

小蛋：对@**阿理** 说：很多人在赌，很容易造成低估或高估，我们少数人就有机会，这是在做价值投资还是价值投机？

阿理：投资是根据估值做判断，有安全边际的保护；投机是根据价格趋势做判断，缺乏安全边际的保护。只有坚持价值投资的三大基石，才属于价值投资。风格可以多样，但价值投资的精髓应该立足于分享企业的赢利模式。

奥蝶：对@**阿理** 说：“很多人在赌，很容易造成低估或高估，我们少数人就有机会”，“A股亦然；最大的难点在于好公司低估的机会比较少”。

请问阿理，如何理解这两句话的关系？如何应对A股这种长期绝对估值偏高，但相对估值高低波动剧烈的市场特性？

阿理：第一句话的意思是，别人不理性，自己的机会就多；第二句话的意思是，好公司低估的机会比较少，是价值投资者最大的挑战。随着价值投资理念的传播，越来越多投资者的鉴股能力得到提升，竞争更加激烈。一旦出现机会，就要把握住。对策是：做好准备、耐心等待，果敢抓住好公司难得的低估机会；“长期收藏+滚动操作”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



阴定新： 对@**阿理** 说：请问卖出的决策一般是依据什么?

阿理： 1. 基本卖法：四条基本法：高估时卖出；基本面发生永久性恶化时卖出；发现买进当初判断错误时卖出；发现更好的选择时卖出。

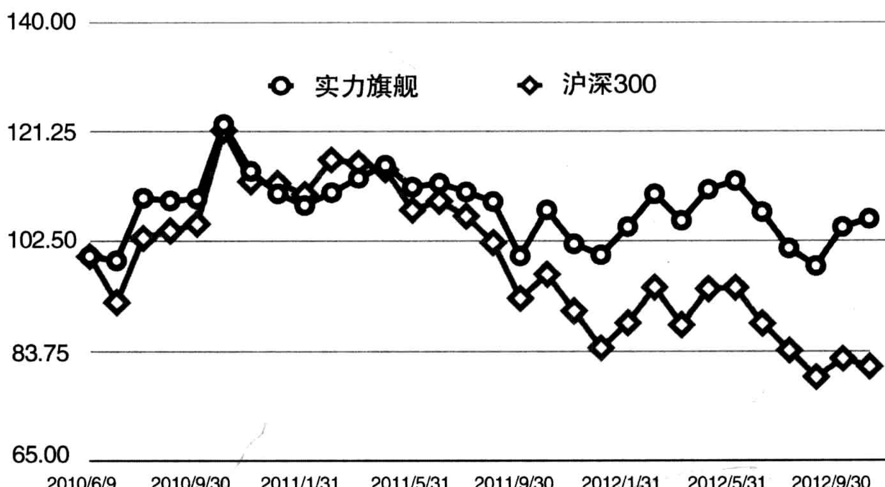
2. 正确分类：正确的卖法是首先要做正确的分类，不同类型的证券制定不同的卖出策略，而不是“一刀切”。优质股和廉价股的卖法不一样；稳定增长行业的股票和周期性股票卖法不一样；核心持股和卫星持股的卖法不一样。

slowsnow： 对@**阿理** 说：您如何看A股公司的企业治理，能令人放心吗?那些您所投资的企业，其管理是否达到您所认为的可以买这个公司的地步，还是大概差不多还有点勉强?毕竟我们的市场和企业还不那么成熟。

阿理： A股的企业治理近年已有长足进步，找到少数放心的就可以了，不用太多。只要用心找，还是能找到的。就怕先入为主，放弃寻找。就像找爱人一样，比找公司还难吧?缘分到了，就找到了。

参考资料

投资业绩



（数据来源：好买基金网公开数据）

实力旗舰投资业绩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



招商银行(SH:600036) 买卖 ✔已关注 取消

¥ 12.77 +0.510 (+4.16%) 2012-12-25 15:04:58(北京时间) 实时行情

今开：12.22 昨收：12.26 最高：12.95 最低：12.22

成交量/平均：1.33亿/5763.35万 最低：9.54

市盈率LYR：7.63 净资产：8.40

总股本：215.77亿



阿理V: 07-06 18:08 ×

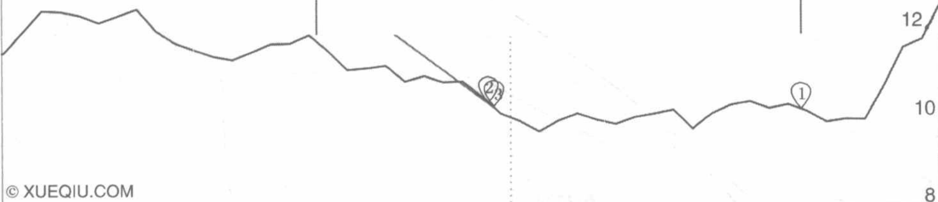
不对称降息，会导致利差缩小。招商银行负债结构特殊，在降息周期，对赢利影响大一些。但市场过度反应了。 评论(0)

sabretooth:

对@阿理 说：请教如何看降息对于银行股的影响？另外今日银行板块中，招商银行跌得很凶，是否能解读一下原因？评论(1)

股票对比 ▾ 信息筛选(阿理) ▾ 复默认 全屏

2012-07-16 • 招商银行9.99成交



个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朱平：投资和风险同在

采访者：@王星Vincent



ANDYgz

广东 广州

股票4只 讨论61条 粉丝1660人

经常讨论：京东商城，梦工厂，天士力

认证：广发基金副总经理兼投资总监朱平

背景资料

朱平个子不高，说话声音也不大，却是国内公募圈中最有影响力的高管之一。早在2005年开始，朱平就开始坚持每月写博文和专栏，经常用一些简单的大白话解释复杂的投资道理。他的文章风趣幽默，虽然都是投资方面的，但讨论的话题却包括《阿凡达》、《大长今》、美国NBA甚至《中国好声音》和《江南

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Style》，几乎无所不包。

朱平1990年毕业于浙江大学物理系。由于当时的毕业分配制暂停，他选择了去师范学校教数学。后来，朱平报考了上海财经大学国际经贸专业研究生。1995年研究生毕业后，由于赶上宏观调控，工作不好找，朱平甚至曾经做过短时间的儿童服装销售员。1996年，朱平入职广发证券，开始了其职业投资生涯。2000年，他加入了刚刚组建的易方达，开始操刀公募基金。根据公开资料显示，朱平在2002年3月～2004年4月管理基金科汇期间，取得了38.8%的收益，高于同类基金平均20.9%的收益率。此后，朱平于2004年加入广发基金，主要分管广发基金的投资业务。

访谈中可以明显感到朱平对于中国未来改革的期待。他认为中国人最缺的是“一种科学的态度，能改变经济运行中任何不合理的模式”。

对于市场，朱平也坦承，随着转型的加速，中国股市必将迎来分化——表现为传统大蓝筹股会被新一代蓝筹股取代，以及大部分行业“市场集中度”的提升。他还表示，下一阶段中国股市投资的主线大体会遵循两条投资逻辑：一是大消费，二是那些能够创新、提升劳动生产率的公司。

主要观点

1. 看K线图是不挣钱的——这就是一个零合游戏，你挣我的钱，我挣你的钱，跟打麻将似的。但是还有一批人在做。他吃喝拉撒是要钱的，但是他又不创造收益，所以这其实是浪费。

2. 中国股市分化是肯定的，一个产业3家做，肯定比100家做的效率更好，我们要做的是把100家变成3家。

3. 说GDP高企业利润就高那是瞎搞。转变经济发展方式就是要把投资压下去，银行利润干下来，税收降下去。

4. 人均4万美元，不是干出来的，是想出来的。

5. 投资就是羊群吃草，旁边有只狮子，离狮子最近的草最好，但是你有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可能会被吃掉。

6. 未来投资可寻找两大方向：一是大消费，二是真正能够创新、能够提升劳动生产率的公司。

中国股市两极分化是必然

● 问：您怎么看目前股市这种两极分化的态势?

● 答：分化是肯定的，分化之后，它的资源效率更好，经济体的效率更高。一个产业3家做，肯定比100家做的效率更好。我们现在很多产业都是100家在做，我们要做的是把它变成3家。这种事情只有在经济形势不好的时候，或者没有泡沫的时候才能做。因为如果有泡沫，100家都过得好。只有在没有泡沫的时候，这100家里才会有人过不好，说我不做了。这就是中国现在正在做的。两极分化在目前中国股市是最突出的特点，等分化完了，可能也不会这么突出了。现在是冰火两重天。

● 问：但现在低迷的很多是传统的所谓“大蓝筹”？

● 答：那就说明它有问题。投资者的眼睛是雪亮的。我们说尊重市场是什么意思，就是股价永远不欺骗人。因为股价是每一个人拿钱做筹码在投票，也就是巴菲特说的股价是投票机，除非是坐庄。什么意思呢? 就是它如果不好，那就是真不好，否则人家不会用钱开玩笑的。

● 问：如果是市场错了呢?

● 答：什么叫错? 那是以后的事，我们就说现在。以后的事谁知道，也许错了，也许对了，那没有什么意义。现在就表明大家对它的看法，也许错了，但追究那个没有意义。现在这么多我们所谓的蓝筹股创新低，其实说明了很多公司未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来是没有前途的，是不被看好的。相反也有很多公司，涨幅非常好，将来很有前途，可能成为新的蓝筹股。

● 问：您说的蓝筹股是什么概念?

● 答：大的好公司，它是一个动态的。钢铁行业可能未来没有一个公司是蓝筹。电力企业原来是，现在已经被赶出沪深300了。水泥企业未来也会被赶出沪深300。

● 问：如果股市在分化，那投资者未来应该如何调整投资策略?

● 答：寻找两个方向，一是大消费：我们活着的目的是消费，最好消费占比100%，但这个是不持续的，所以要做均衡，但目的还是为了消费，这是永恒的。第二部分就是能够创新的、能够提升劳动生产率的公司。比如每个行业的龙头企业，这个行业在向它集中，无论是模式创新还是技术创新，这些可能都是投资的标的。

● 问：您写了那么多文章，您个人是什么投资风格?

● 答：我们相对来说是基本面风格。哪个挣钱多就多关注哪个。我更喜欢、更关注基本面，可能对怎么去博弈之类的关注少一些。比如产业发展的趋势，我的主要精力放在这上面，我对股价的波动不那么关心。我觉得一个公募基金有责任通过自己的投票，也就是买卖股票，把这个社会的发展趋势反映出来。

我看一个人的投资组合，我知道这个人脑子里想的是什么。这是我们的一个责任。我经常跟他们说，中国未来社会不是这样的，比如1990年、2000年后出生的小孩，工作后可能都会吃快餐的，肯定有很多快餐店，所以一定会有很多很大的食品供应商、会有很多种植基地。

将来我们的生活，可能会围绕着几个平台：游戏平台、社交平台、娱乐平台、生活平台。京东和苏宁打得一塌糊涂，就是为了这个生活平台。要达到这个目的，你技术上有哪些准备? 比如体感器、数字化语音交流、裸眼3D，这些是我们关注的核心内容。水泥，将来中国可能10亿吨就够了，现在有20亿吨；而钢铁，未来可能5亿吨就够了。

● 问：投资对个人素质有什么要求?

● 答：首要基础是要有逻辑。另外，在价值观上会有些要求。比如有些人就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是不想做特别好，有些想把组合做到最好的人会承担一些风险，多花些精力。什么是投资？就像有些基金经理说的，就是羊群吃草，旁边有只狮子，离狮子最近的地方草最好，但是你有可能会被吃掉——这就是投资。像彼得·林奇这样，更刻苦、勤奋一些，他可能会做得更好一些。但是与性格没有关系，关键是要有逻辑。有的人说为什么买这个股票，它就是好，我就买，他完全没有逻辑。这里面一定会有投资理念，但这是不可证明的。

GDP和企业赢利关系不大

● 问：您怎么看GDP和企业赢利的关系？

● 答：现在有很多人老拿中国GDP说事，说GDP增长那么多，企业赢利会多好。这其实是不专业的说法。因为我们买企业是跟利润相挂钩的，GDP跟利润关系不大。若分解GDP，利润要跟谁分呢？要跟投资折旧、银行利息、工资、税收一块分。GDP高，其实都是投资，结果变成折旧、银行利息、税收了。为什么我们要转变经济发展方式，就是把投资压下去，因为投资高了，折旧就高了。要把银行利润降下来，银行利息太高了，企业利润没了。为什么要减税？不减企业利润就没了。中国现在税收高，折旧大，银行利润高，企业利润低。这才是核心。要仔细地分析它。

● 问：中国股市为什么总是逻辑性不强？

● 答：中国社会很长时间不鼓励独立思考。你如果独立思考，就要有假设，有非常缜密的推理，要得出一个结论。其实这本来不应该是问题，但是在中国却是很大的问题。我们整个环境充斥着大量没有任何逻辑的观点。

● 问：在中国和欧洲股市持续低迷的时候，怎么看目前美国股市持续走强？

● 答：美国既有核心创新能力，又有大市场。它的创新能力，能变成全球市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



场。另外，在生物医药、互联网和服务产业，它现在希望通过互联网出口它的优势服务产业，这也是为什么美国股市现在最好。

欧洲没有美国的优势，它做大市场就是为了和美国抗衡。但是它的大市场还没有形成，自己本身制造优势又在丧失。再加上南欧的国家仗着欧元的好处提前消费。所以欧洲调整很困难，看不到前途。

中国是可以调整的，但是这种转型，不是简单的一个行业的转型，比如以前生产钢铁，现在生产太阳能就行了，这是整个社会的转型。如果中国人连科学的态度、科学的思考方法都没有，没有基础的话，你至少在行为模式上就达不到要求。

要有科学的态度，要能改变经济运行中不合理的模式，因为它阻碍了我们的发展。这其实是我们中国投资者悲观的原因，因为觉得改不了。政府也做了很多努力，放开了很多民间资本，但还是不够。这主要是整个中国行为模式的问题。

● 问：在幸福这方面您个人乐观吗?

● 答：我们没有选择，只有乐观。悲观是死，乐观还是死，你就不用选择。再怎么着也不会更坏，至少我们还有一个引擎是开着的，就是民营企业还在创新。只不过我们希望大家别那么累，生活得幸福些，都讲理，都能交流。

未来机构战胜散户是必然的

● 问：您怎么看目前公募发展低迷的情况?

● 答：现在市场不好，公募肯定没什么发展。公募平均水平还是比市场要好。这个要拜散户所赐，散户可能亏得更多。机构战胜散户是必然的，他们肯定会退出。等他们退出了，大家都是机构，那可能会更难做一些。但都是机构以后，还会不会出现2007年的泡沫，也很难说，但会平稳很多。

● 问：怎么看未来中国公募行业的发展趋势?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：公募发展就这样了，也就把基本面研究得更细致些，市场好就好一些。现在市场不好，其他金融产品也很难有发展。市场好了，可能会有机会。未来可能发展的，一种是跟公募差不多的，做基本面研究；还有就是通过其他衍生产品，通过对冲基金发展自己。美国对冲基金是公募的20%，我们现在少一些。

雪球用户精彩评论

老僧：银行的利息高吗？如果银行提供了社会所需要的70%以上的资金，银行的利润占整个社会利润的一半也不足为奇。整体效益不好的时候，占再多一些也是合理的，这就是杠杆的意义啊。

关山 回复 **@Tonie**：有关银行利润占比过高这个说法，我不觉得对，因为上交所的数据显示上市公司占中国所有公司比重只有10%，而在国外这个比例要高得多。此处有何问题?

卡布里的月光：GDP不是好东西，我觉得可以接受。但是和银行利润扯在一起，似乎不妥了。公募，包括大部分私募，现在的机制和遴选办法，长期依然没前途。做这行的，关键是要会看企业，不是简单去看什么数据，照葫芦画瓢。

天地侠影：回复**@波涛**：真正有大智慧的投资者，应该认真觉察，丰盛的水草里，真的没有潜藏的狮子？但是，他们大多时候不愿意去尝试丰盛的水草，宁可在没有狮子踪影的草地上吃饱肚子。一句话，远离短期暴利，追求长期复利，哪怕有时饿饿肚子也行，关键是要远离狮口。狮子身边茂盛的水草，大多只是毒草。

张健平：回复**@天地侠影**：感觉朱平属于查理·芒格式的人物，阅读很广泛，知识面很广，对逻辑的思路很通透，但他需要一个巴菲特式的搭档，那就是有偏执的安全边际诉求，对数字非常敏感的人。

朱平答雪球用户提问

成一虫：对**@ANDYgz** 说：估计朱总还是偏短线考虑多一些，是吧?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



ANDYgz：每个投资者都关注短线也关注长线，因为大家都想赚钱，赚更多的钱。只是短期而言，股票的波动很难把握，相对来说，从基本面角度看，长线股价与之吻合度更高。但在选股时，短期因素的权重会高于长期因素。

市场先生：对@ANDYgz 说：朱总，很好奇你们为什么会有2012年的投资策略和选股思路，难道上半年和下半年不一样吗？或者说是看别人的反映不一样？朱总一直是坚持价值投资的代表，也一直是我学习的榜样。消费股、银行股、医药股等，哪个走势会更好？谈论这样的问题有什么意义？难道你真的能算出谁会表现更好吗？买股票就是买公司，只要这个公司好，不管大盘和行业板块是否轮动上涨，股票长期的表现都会让人满意？例如贵州茅台的走势和大盘是没关系的。

ANDYgz：作为专业投资管理者，有两个职能：一是选出优秀的企业，投资获利；二是根据市场每只股票的价值定价，通过价格的回归获取差价。从过去A股市场的经验，每年股市都可能有一种资本风格的转变，所以有时一年当中选股思路会发生变化。

山风：对@ANDYgz 说：看了先生的博客，比较认同先生的观点。另，进一步缩小贫富差距，将会继续推动常用低端消费品价格的上涨。不知先生是否认同这个推断？如果真的是这样，低端大众消费品生产商将迎来黄金发展期，就像腐败最严重这几年高端消费品的爆发性增长一样。还有加工业今后一定会出现巨无霸企业，只是会出现在哪个小品种，汽车？家电？电子产业？软件业？一时难以理出头绪。不知先生如何看待中国加工业的未来？

ANDYgz：分析还可以更细些，缩小贫富差距一是增加了需求，二可能是增加了工资从而提高了人工成本。但供给是否跟不上需求，劳动生产率的上升是否能抵销人工的上升，这些都影响低端消费品价格的上升。实际上消费品分必须和可选择两类，相对来说，由于中国已大体解决温饱问题，必须消费品增长未必会加速。

开心农场主：对@ANDYgz 说：朱总，您好，请教广发基金对国内农业产业的看法？A股农业板块能否在消费增长的背景下有良好的表现？结合广发对农业各领域、各区域、各种业务模式、各发展阶段的判断，未来农业的爆发点可能在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



哪里?

ANDYgz：农业产业化是个趋势，能把握这个趋势的公司会给投资者带来收益。这种机会是现在才有的，之前农业上市公司几乎没有太多回报。

曲终：对@ANDYgz 说：有人说目前是“覆巢之下，焉有完卵”，政策对于推动经济增速的作用比较小。您是怎么看这个问题的？当流动性只是虚浮于表面，市场的机会又在哪里?

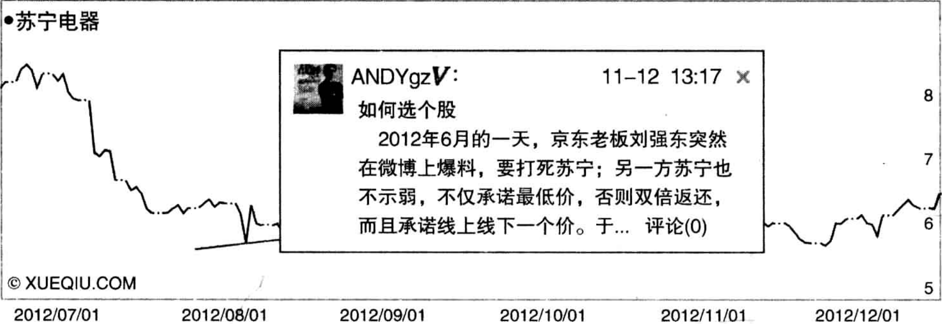
ANDYgz：中国经济必须转型，政策只会顺应这个趋势。今年与去年不同，去年经济开始下滑，大家对业绩好的也担心会变坏；今年经济真变坏后，大家发现仍有业绩好的公司，于是这些公司广受追捧，实际上这些公司涨幅惊人，完全是牛市。

参考资料

苏宁电器(SZ:002024) 买卖 ✔已关注 取消

¥6.65 +0.240 (+3.74%) 2012-12-25 15:00:29(北京时间) 实时行情

今开：6.41	昨收：6.41	最高：6.74	最低：6.37
成交量/平均：9089.53万/3852.88万	成交额：5.99亿	涨停价：7.05	跌停价：5.77
52周最高：11.35	52周最低：5.57	市盈率LYR：10.18	市盈率TTM：13.09
每股收益：0.689	每股净资产：3.83	总股本：73.83亿	总市值：490.97亿



个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东博老股民：一个包工头的财务自由之路

采访者：@王星Vincent　@王吉陆



东博老股民

上海

股票27只　讨论1916条　粉丝8891人

经常讨论：贵州茅台，民生银行，浦发银行

背景资料

东博老股民（周玉龙）也许是国内最励志的个人投资者了：一个中学没毕业的农民老大哥，连拼音都看不懂，15岁开始学木匠，20岁就成为包工头，最后竟然通过自己的勤奋，在股市基本实现了财务自由，还通过博客成为国内最有影响力的个人投资者之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



东博老股民1992年入市，但是直到1997年才开始全职炒股。从入市一开始，他就把“从企业的内在价值作为基础，寻找被市场低估的品种”作为投资原则。为了实验价值投资在中国是否适用，东博老股民在1995年设立了一个本金为1万元的公开实验账户。截至2012年上半年，实验账户总市值达到141万元，按17.5年时间来算，年均收益32.69%。

虽然最高学历为小学，但从能赚钱开始，东博老股民就会把1/3的收入拿去买书订报，开工厂的同时自学财务知识。投身股市之前，还用了半年时间做准备，收集当时所能找到的书籍，意图搞懂股市是什么、上市公司是什么、股价上涨下跌的原因是什么。

进入股市第一年，前半年他赚到12倍，后半年跌到只剩2倍，在这涨涨跌跌之中，东博老股民实现了财务自由。

对于自己的风格，东博老股民在雪球曾经有过如下比喻：“假如我们把整个投资过程比喻为马拉松比赛，谁先跑到终点谁就赢，我们的任务就是去寻找长跑运动员参加这个马拉松。巴菲特的理念就是努力寻找一个优秀长跑运动员去参加比赛，去争取胜利。我的模式就是去寻找多个短跑运动员以接力赛的模式去参加马拉松，争取胜利。”

东博老股民目前重仓银行股，他乐观地认为银行股的投资回报未来将创造“历史性的记录”。如果一切顺利，东博老股民计划在本轮行情结束后就彻底退休，真正过随心所欲的生活。

主要观点

1. 投资理念就好比是信仰宗教，愿意相信的一下子就可以相信，你让他相信的过一阵子就会放弃。

2. 我在十几年前写的一篇文章里说了，我就那样一个人，错的概率远远高于正确的，但就这样我还赚大钱了，我自己都不知道为什么。假如非要说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是什么原因，那么其实就两个字：便宜！要有深入骨髓的便宜概念。

3. 我并不仅仅关心自己持有股票的涨跌，还关心其他股票的涨跌，假如我手上的股票没上涨也没下跌，但其他股票下跌了，那么就相对更便宜了，我就会卖出一部分，买进那个下跌而便宜的股票。从本质上来说，我并不关心股价的涨涨跌跌，只关心它们之间的相对价格。

4. 就本质上来看，投资、投机和赌博三者的界限并不明显，投资也是一种赌博，就是赌自己的眼光、赌自己的判断能力。

5. 我觉得应该用做生意的角度去投资。上市公司是干活赚钱的，我投资给他们，成为小股东，让他们给我赚钱。

6. 我应该属于鳄鱼类型的投资者吧，静静等待，哪怕是经常饿着肚子。

适合自己的就是最好的

● 问：很多人看您的博文有很大收获，能不能具体聊聊您的个人经历和投资理念?

● 答：投资主要还是看个人的性格。也就是说，一个人适合做什么就做什么，很难通过交流学习来改变。我开博客已经整整6年了，该说的好像差不多了，现在也没什么可说的了。

● 问：您觉得投资理念这东西其实是学不来的?

● 答：学投资理念没问题，但学习以后不一定能够改变自己的投资模式，投资模式的改变只能依靠自己去摸索，靠学习基本没用。

● 问：学习还是能有些改变吧，比如巴菲特从查理·芒格身上不就学到很多吗？而且如果这么说的话，怎么感觉学投资有点“宿命论”的意思。

● 答：这就好比是信仰宗教，愿意相信的一下子就可以相信，你让他相信的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过一阵子就会放弃。改变的仅仅是在同一模式下的细微改变，不太可能有根本性的改变。我通过6年的博客经历，得出的确实是你说的“宿命论”的想法。一个人假如不能尽快了解自己的能力圈在哪里，今天学这个、明天学那个，不能扬自己之长避自己之短，我估计结果不会好。还是那一句话：条条大路通罗马，适合自己的就是最好的。

● 问：巴菲特从“捡烟蒂”到投资好公司的转变也蛮大的，之前学习本杰明·格雷厄姆完全是量化分析，但是现在却是定性分析居多。

● 答：“捡烟蒂”到投资好公司的转变，其实就是学习本杰明·格雷厄姆与学习菲利普·费雪的不同，属于在同一理念下的区别。一个注重价值，一个关注成长。其实，每个人投资理念的确立，也与本人的投资经历高度相关。本杰明·格雷厄姆“烟屁股”投资策略的形成，是由于他在1929年大萧条期间的失败所致。所以，他的投资模式，只有在大萧条的情况下才能构成买进的理由，在正常情况下很难出现可以买入的标的。就算有了，但这样的公司往往是没有前途的。

● 问：您对金融很熟悉，和您之前工作经历有关吗?

● 答：不是的，我对金融并不熟悉，也就是在成为银行股股东以后开始了解。对于我来说，任何行业都是陌生的，就是去了解、去学习。

● 问：您是从一开始就知道自己适合投资吗?

● 答：当然我也不是一开始就明白自己适合做投资。我刚刚进入股市的时候也投机，只不过是我在价值的基础上去投机而已。所以，就有了我的那个实验账户。通过实验账户我明白了，我不适合做波段交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关于公开实验账户

● 问：您1995年设立实验账户的初衷是什么？

● 答：准备试试长期投资，当然我说的长期投资不是像巴菲特那样的——“如果不想持有10年，10分钟都不要持有”，而是3年以上就够了，我的能耐只能看3年，没能力看4年。

● 问：到现在17年了，您希望它实验多少年？

● 答：计划到2030年结束，差不多就是35年，还剩下18年，准备赚到1万倍就好了。

● 问：到1亿元为止？

● 答：对。最早我就想看看什么时候能变成100多万元就去买个奔驰车一家人开着去旅游，改装成旅行车出去玩。就在2004~2005年，这个账户好像只有十几万元，老婆、女儿还笑我呢，说我做梦。现在是够了。

● 问：奔驰车买了吗？

● 答：没有。2007年到200多万元，反而没想法了，而且因为写了博客，有很多人反对，所以我干脆把这个想法改了，改成上亿元就停下来，买块地造个房子，也挺不错的。

● 问：这之后您主账户的操作思路是什么呢？

● 答：其实就和现在一样，挑市场里便宜的东西买下来，涨高就不要了。

● 问：那么多股票，怎样去找到便宜的？

● 答：以前股票不多，我就把每一个股票利润用一个表记下来，初选的时候就把市盈率低的拿出来，市盈率高的就不要了，比如说300只股票，我就取上面的150只。

● 问：150只选了以后又怎么样？

● 答：那时工业类的比较多，我就看它有没有在建工程，有没有产能的扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大，还有市场占有率是多少，如果市场占有率很大的我也不要。

● 问：觉得它的空间已经有限了?

● 答：对，也就快要到天花板了。权重最大的是产能。

● 问：现在股票已经非常多了，选的方法有什么区别呢?

● 答：还是那样，某一个季度的报表公布以后，就刷一下，看看有没有特别低的，有了就拿过来看一下。

看企业要看当家人的细节

● 问：您自己的投资风格有过很大的变化吗?

● 答：以企业的内在价值作为基础，寻找被市场低估的品种，这个原则20年来没什么改变。我很少去做投机性的买卖，就算有，也只不过属于一种玩，或者是为了看看自己有没有这个能力。第一次买进的是冰箱压缩，我不知道现在叫什么。

● 问：当时买电冰箱压缩的理由是什么?

● 答：买电冰箱压缩是因为价格便宜，其次是已经低于发行价，就觉得这个东西不错，家用电器那时候比较热门。四川长虹属于标准的没人要的股票，所以当时四川长虹的市场价也非常便宜，但是我买入的时候没人要，就好比现在的银行股，人见人弃。

● 问：持有了多长时间?

● 答：半年不到，好像都是50多元买进，260元、250元时候卖出。还买过爱使股份、申华实业（申华控股）。

● 问：刚入股市半年您就赚了差不多12倍?

● 答：对，11月份进去的，算起来半年都不到。

● 问：半年赚12倍，当时心里怎么想?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：就觉得这东西太好赚钱了，太离谱了。糊里糊涂地赚钱，但没觉得自己行，因为大家都赚钱。

● 问：现在回头看能赚12倍的原因是什么?

● 答：应该说和现在差不多，我就喜欢买便宜的。某个时间段来说，这一个涨3倍，那一个只不过是翻倍，那这个翻倍的可能还要涨，我就换一下，反反复复地买进卖出。当然，最重要的原因还是大盘疯狂上涨，个股上涨此起彼伏。

● 问：当时您不看公司未来发展的前景吗?

● 答：也看，但判断权重可能就不高，所以我买的股票不多，如果我觉得这东西不好，那还是不要，比如说金杯汽车我就不要。

● 问：又过了半年12倍变成了2倍?

● 答：是的，糊里糊涂地赚钱，稀里糊涂地还回去。我都不知道那时候在想什么。

● 问：这半年发生了什么呢?

● 答：大盘又一次到了330点。

● 问：当时电器那么火，为什么四川长虹没人要?

● 答：因为市场上有上海的家用电器公司，还有其他地方的家用电器公司。四川长虹的盘子最大，又是个处于山沟沟的公司，一般人看不上的。

● 问：为啥最后就四川长虹做好了，其他上海的家用电器反倒没做好?

● 答：这就是当家人的作用。所以，一个企业的当家人相当重要。比如说鞍钢，假如老当家人没退休，那就不是现在的样子了。那个新当家人上任的第一年，我就觉得有问题了。

● 问：哪些细节让您有这种感觉的?

● 答：通过跟踪观察，通过新闻，通过点点滴滴的信息来判断。比如说鞍钢的新当家人上任以后，管理费用大幅上升。其中的深层次原因是因为新当家人没树立权威，那就只能拿钱来买这个权威，如此就说明执行力有问题。看一个当家人，更多就从小事情上看。至于说他们在公开场合的那些豪言壮语是无所谓的，都差不多。当时其他的还没什么明显的地方，就是有时候不能完成计划、生产成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本无原因上升等等。

● 问：哪些年份您赚得特别多?

● 答：应该是1996~1997年，赚了13倍。年度涨幅前5名的股票我有3只，深科技P、四川长虹和青岛海尔。

● 问：大盘涨了多少?

● 答：从800点到1500点。

● 问：这20年持有股票时间最长的有多久?

● 答：应该也就是四川长虹，我记得是4年，1995年开始买进，1998年卖出。也不是一直不动，一会儿加一会儿减，比如有两个底是我抛出来的，好像是7.4元还是7.5元，那时我要花钱，必须抛几万元钱出来。

● 问：最短的多久?

● 答：算北京天龙了，当天涨停板买入，当天跌停，明天跌停板卖出，一天时间亏损30%。当然，玩T+0[①]的时候不算，那时候也疯狂，有一天拿回家的交割单有4米多长。

● 问：您特别满意的股票是哪些?

● 答：四川长虹，赚了20倍。现在的民生银行其实也赚得不少，成本1元都不到。

● 问：那你能不能就这两个股票为例讲一讲买的时候应考虑哪些因素，先说四川长虹吧。

● 答：说起来也就是因为它盘子大，价格便宜。

● 问：那为什么会花很多钱去买呢?

● 答：既然它便宜了，我看好就应该多买，因为我本来对自己有一个要求，不能超过5只股票，行业原则上不超过3个，每一只股票不能超过30%。

● 问：这个过程中您主体的资金是一直持有还是反复操作?

---

① T+0，是一种证券（或期货）交易制度。凡在证券（或期货）成交当天办理好证券（或期货）和价款清算交割手续的交易制度，就称为T+0交易。也就是当天买入的证券（或期货）在当天就可以卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：基本上都反复操作。现在民生银行我不动的原因也是没办法，这几年银行股一直在低位，不敢动，也找不到其他好的标的，如果找到我会分开，因为现在是在同一个行业里头，这本来就是违背原则的。

反复买卖民生银行：有时正确，有时错得离谱

● 问：民生银行呢，其实以前买过，然后卖掉了?

● 答：买过也卖过，但从来没有清仓，2008年底几乎卖光了，因为价格高了。

● 问：最早是什么时候开始买的?

● 答：应该是2004年。

● 问：当时为什么买?

● 答：还是便宜，我觉得银行这个行业非常稳定，价格也不贵，市盈率也就十几倍，而且它是民营企业。同一个行业里，如果有民营、国有，我原则上不买国有企业，除非国有企业价格特别便宜，比如说工程机械的我就买三一重工，虽然那时三一重工比其他价格要贵。那时银行就4家，民生、浦发、华夏和深发展，这4家里我还是看好民生银行，虽然价格贵一点，但因为它是民营的，所以我就买它。

● 问：一个是便宜，一个是觉得银行业比较稳定?

● 答：对。在我心里，银行业就是个非常稳定的行业。只不过这一次的美国金融风暴颠覆了人们的概念而已。

● 问：然后2008年底卖出了大部分?

● 答：2007年初就几乎卖光了，只剩下了一点点，2008年初又换回来，2008年底又卖出去。

● 问：这两次操作的原因是什么呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：2007年卖是因为我觉得鞍钢比它更好、更便宜，那时两个价格一样，都是10元，但明显鞍钢划算，所以换了鞍钢。事实证明做得很正确，鞍钢一年涨到38元，民生银行涨到18元。2008年底民生几乎是最低价卖出（15元买进4元卖出），但相对价格贵了，换了兴业银行与浦发银行，因为那时候的兴业银行、浦发银行更便宜，事实上结果也不错。

● 问：2008年初买进的原因是什么?

● 答：那时觉得虽然有可能大盘会下跌，但银行股不贵，也就30倍市盈率，好像还可以冲一冲，其实就是想赌一把，投机心理占上风了，现在回头看是错得离谱。

● 问：2008年底卖出后，又是什么时候买进来的?

● 答：应该是2011年。实际上这几年我一直满仓。

● 问：买进的理由又是什么?

● 答：又便宜了。当然，我这个价格的便宜与贵，不是指绝对价格，是指相对价格。一般来说，同行业里一旦有20%左右的偏差我就会换。假如说仅仅是10%左右的偏差，我也不愿意动。

● 问：现在回头看这20年，您觉得股市里哪些东西比较有把握?

● 答：都没有，所有的东西都不可能正确预测，大盘不可预测。

● 问：股票贵还是便宜也不能确定吗?

● 答：比如我两年以前觉得银行股非常便宜了，它还不是两年就不涨吗？我还能说判断正确吗?

● 问：既然没办法确定，那您觉得是什么东西让您赚了这么多钱呢?

● 答：从做生意的角度来说，我只要觉得这个东西便宜了，它该到什么价格肯定会到，无非就是把时间拉得长一点而已，比如说现在的民生银行，到30元是肯定的，只不过我不知道什么时候。所以，我有时候会说，在心里，民生银行30元的钱已经在我口袋里了。

● 问：就是说长期的价值您是能把握的?

● 答：对。短期我没办法把握，所以到了10元我无论如何不敢卖出去，但现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在跌到6元了。

● 问：这个说的还是对短期的涨跌判断容易出错?

● 答：对，70%~80%的判断是错的。我身边的人都知道，我是个标准的反向指标。以前我玩得多的时候，有个朋友就专门和我反过来做，我买进他就卖出，我卖出他就买进，照样赚得开开心心。当然，他是做短线的。

● 问：为什么20%~30%正确判断能让您赚这么多钱呢?

● 答：我在十几年前写的一篇文章里说了，我就那样一个人，错的概率远远高于正确的，但就这样我也赚大钱了，我自己都不知道为什么。

● 问：就是说这20年能赚钱的真正原因您不是那么确定?

● 答：对，不能确定。假如非要说是什么原因，那么其实就两个字：便宜！深入骨髓的便宜概念。或者我也可以高调地说，是市场的犯错让我可以买入那么便宜的股票，又是炒股票人的贪婪使他们愿意从我手里买那么贵的股票。

● 问：再确认一下，公司长期价值您是能判断正确的?

● 答：那没有错过，最起码还没有明显错过。

● 问：我觉得这就和您操作思路有一点不太吻合，如果是我，我认为长期判断的正确概率是非常大的，那我一定会坚持长期投资，因为可靠性更强，放到5年、10年来讲肯定是赚的。您觉得这观点对吗?

● 答：不对，从你现在的角度来说好像是对的，其实你还没有理解我的“操作系统”。比如说民生银行我能看到长期30元，但我不一定拿到30元，也许到10元我就不要了。也许那时候贵州茅台下来了，只有100元了，更便宜了，我还有什么理由继续拿着民生银行呢?

● 问：但贵州茅台什么时候会下到100元，您是不知道的?

● 答：不知道，所以我不知道什么时候换。换一个角度说，比如民生银行我认为能到30元，而贵州茅台能到1000元，民生银行到10元的时候贵州茅台到了100元，10元和30元还有3倍，而100元到1000元有10倍，我不买贵州茅台傻了吗?

● 问：这个其实还是做长期投资的思路，因为您不知道贵州茅台什么时候能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到1000元?

● 答：对，所以买进之后，如果一直不涨我就一直拿着，它终有到1000元的时候，如果涨得快了，比如说300元，而民生银行还是10元，那我又到民生银行这一边了。因为虽然贵州茅台到1000元还有3倍，民生银行到30元也是3倍，但时间不是过了一段了吗？相对来说贵州茅台的风险大一点，民生银行几年没涨，风险就小一点。

换个角度，比如说民生银行从6元到30元这个距离，我估计在10年里头能到，过了5年到10元了，还有5年能从10元到30元，买贵州茅台的时候我同样估计它10年以后到1000元，现在才两年就到了300元，还有8年的时间才能涨3倍，同样涨3倍，一个5年、一个8年，你说应该买哪一个呢?

在这里，还是个相对价格的问题，相对便宜与贵的问题。

也就是说，我并不是仅仅关心自己持有股票的涨跌，还关心其他股票的涨跌，假如我手上的股票没上涨也没下跌，但其他股票下跌了，那么就相对更便宜了，我就会卖出一部分，买进那个下跌而便宜的股票。从本质上来说，我并不关心股价的涨涨跌跌，只关心它们之间的相对价格。

最喜欢周期性行业，因为波动大

● 问：之前您有一个关于公司内在价值的公式，是“10×每股利润×（1+第一年增长率）×（1+第二年增长率）×（1+第三年增长率）×（1+综合性系数）= 内在价值”。这里面的关键是增长率/综合系数，但这两个主观因素很大，现在还用这个公式吗?

● 答：还用。是的，这两个系数都是比较主观的。所以说，正确判断行业的未来就很重要了。尽可能正确判断未来，尽可能提高毛估的准确性是我的任务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而且我一般只判断3年，因为我没能力判断更长的时间段。

● 问：当初是如何设计这个综合系数的？怎么不设计得更大一点，或者更小一点？

● 答：这个综合系数的一部分就是为了尽可能地揭示不同行业之间不同的市场估值。为了尽可能平衡这个不同的市场估值，所以，我就把它设定在0.9~2.5之间。

● 问：这种平衡的市场估值，挺难确定的吧。为什么不是0.5，或者为什么不是3.0?

● 答：现在也可能说不全，有五六项东西拼起来，第一比如说盘子大小，盘子小价格贵一点，盘子大就便宜一点；股价的高低，价格便宜的涨得快，贵的可能涨起来就慢；总市值，总市值小的系数就高，大的系数就小；还有比如说目前的白酒和医药，炒得热闹一点要加一点系数，银行股是冷门，那系数要降低。

还有我定了3年的增长，3年以后的增长也应该考虑，有的行业很稳定，有的3年以后完全不同了，所以又增加一个未来成长性的附加系数。就这样慢慢加，我记得最起码有五六个。

弄好之后，有的系数会很低，甚至到0.6，这也不行，因为绝对价值在这里，你还要给它打个六折，不合理，所以定个最低不能少于0.9，最高到2.5，也就是条件好的比条件差的允许市场估值相差3倍，我想应该够了。

所以说，这是个非常主观的系数，每个人都可以根据自己的理解去设定不同的综合性系数。最低的设在0.9，是因为不管什么样的行业，都有一个绝对值，或者说绝对收益率。所以就算是不好的行业，也不能打太多折扣，毕竟，实际的内在价值或者说投资回报率在那里，你不能视而不见。这是通过不断的试错然后定下来的。

● 问：能不能举一个具体的例子，你买的股票根据这个公式计算时，未来3年的增长率和综合系数分别是怎么给的?

● 答：就拿比较熟悉的民生银行来说吧，2012年每股净利润大概1.30元，利率稳定的情况下，我估计2013年业绩增长10%左右、2014年15%、2015年20%。考虑到目前属于冷门股，又考虑到未来的继续成长性．综合性系数就拍脑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



袋定为0.20。代入公式，10×每股利润×（1+第一年增长率）×（1+第二年增长率）×（1+第三年增长率）×（1+综合性系数）=内在价值=10×1.30×1.10×1.15×1.20×1.20=23.68元。

假如你想谨慎一点，还可以进行3年的贴现计算，假如贴现率定为10%，那么内在价值就是17.79元。因为我平常采用的是比较价值，所以不去计算贴现率，反正大家都不计算，不会影响内在价值排序。民生银行目前市场价5.7元，意味着拥有3.1倍的空间。

再看贵州茅台，毛估2012年每股净利润14元，考虑到涨价、直营店的利润提高、量的不断增长，估计2013年增长大概40%、2014年25%、2015年25%，贵州茅台那么好，综合性系数就按最高1.50，内在价值=10×14×1.40×1.25×1.25×2.5=633.75元，再进行10%的贴现率计算，就是575元，目前市场价230元，还有2.5倍的空间。显然，民生银行的空间大一点。

这个公式的本质在综合性系数，（1+综合性系数）为0.9，意味着3年后的预测市盈率为9倍；为2.50，意味着3年后预测市盈率是25倍，说起来非常简单。

● 问：您会不会看一个企业长期的发展前景，比如对企业10年以后的发展有一个粗略的估计?

● 答：当然，这个也是需要的。不过，我比较喜欢周期性行业，同时市场也比较短视，所以对未来长期的判断就没那么重视。对于不一样的行业在未来十年八年的大概趋势也有必要做到心中有数，否则也不行。这个综合性系数的一部分就是调节长期趋势的。

● 问：您个人为什么比较喜欢周期性的行业? 目前的银行不完全属于周期性行业吧?

● 答：因为周期性行业的波动比较大，市场犯错误的可能性就比较大，容易找到未来获利能力更多的品种。在我看来，目前的银行业虽然不是周期性行业，但已经绝对低估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资也是一种赌博

● 问：您之前说自己的风格是“投资性买进，投机性卖出”。卖出时机是如何选择的?

● 答：卖出的时间，第一位的判断是高估，第二位的判断是市场会下跌。但是，遗憾的是，2007年由于我的贪婪没有及时卖出，然后又因为太多的博友跟着我套牢，所以就无可奈何地准备共患难了。假如没有这个博客的套牢，我还是会卖出的。因为我在2007年末的时候就有过一个判断，市场一旦打破某个点位就必须卖出的。

● 问：择机卖出这种事，事前其实很难判断吧?

● 答：是的，但还是有蛛丝马迹可寻的。因为我的操作模式就是在下跌以后卖出，所以，相对来说还是比较能够判断的。

● 问：您觉得投资、投机和赌博三者的界限明显吗?

● 答：实际上，就本质上来看，投资、投机和赌博三者的界限并不明显，投资也是一种赌，就是赌自己的眼光，赌自己的判断能力。所以，就算是投资，同样存在失败的可能性，无非就是提高一点确定性而已。反过来，对于股市，从理论上说，最安全的模式反而是投机交易，而不是研究基本面的投资者。

● 问：我看您2007年在5000点的时候就已经考虑要不要卖了，为什么当时破了6000点还没卖? 各种指标应该都显示绝对高估了吧?

● 答：是的，当时确实高估了，但对于银行股来说，高估并不多。6000点没卖出的最重要原因就是贪婪，还有个原因就是没开始下跌。当时的判断确实是觉得应该还有空间。假如没有金融风暴，就不会如此狼狈，应该还是可以继续上涨一点的。那时候的民生银行，动态市盈率也只不过是在30倍。当时我觉得，如此高增长的银行股，不太可能在30倍就不行了。就因为美国的金融危机，彻底打破了人们对银行股的希望。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



终生拥有模式不适合中国股市

● 问：您说中国没有上市公司值得长期投资，那种一旦买进、终生拥有的模式不适合我国市场。我看您举了湖北兴化、中国嘉陵、郑州百文为例子。但也有人统计如果从20世纪90年代持有深圳万科或者招商银行，回报率实际上也很丰厚呀。

● 答：严格说来，不是没有上市公司值得长期投资，而是不划算。其中的原因：一是因为事前一下子找不到，那些优秀公司大多数属于事后才知道；二是长期投资的收益不高，也就是平均收益而已，目前几家看起来收益不错的公司，其实只不过是在我国这个大发展时期的特殊性下产生的结果，并不能代表未来依然能有那么高的收益率。

● 问：您现在手上一共有几个实验账户？其中哪个最成功？

● 答：目前来看，最成功的还是主账户。2005年开始，我还建立了一个激进投资的账户，可以做短线，可以主题投资，但效果并不好。当时的激进账户是为了权证而建立的，随着权证的消失也就名存实亡了。

● 问：国内A股市场的玩法这么多年其实有很多变化，从庄家时代到大股东时代、机构时代等，您的投资方法这么多年有变化吗？您能不能总结下自己投资风格是怎么一步步形成的？

● 答：应该说国内市场的投机手法不断变化，但还没有真正地有过一次是属于投资性质的，也许2007年的上涨比较符合投资范畴，但只不过是属于泡沫的形成过程而已。至于我自己，基本上没什么变化，就是有时候玩玩短线交易而已，投资的本质并没有改变，也就是说，我一开始进入市场就是以投资为主题。

● 问：您怎么看基本分析方法的有效性？有一种观点认为，基本面分析所得出的结果要么不够准确，要么其揭示的信息早已充分反映在股价里了。

● 答：我个人认为，基本分析是有效的，所谓的无效，只不过是市场没符合个人的预期而已，或者说由于自身能力限制导致基本分析成为无用功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：有一段时间您有意识的把资金分成技术分析和基本面分析分别操作，从什么时候开始的?

● 答：不记得了，那时学了技术指标，就想试试看。用了一段时间之后我觉得不行，因为所谓的波浪理论也好、技术指标也好，都没用，有很大的主观性，同样的时刻，你找出一个指标说它明天要涨，我可以找一个同样指标的股票出来，明天下跌了。而且我个人的性格也不适合炒股票，也就是感觉不太好。

● 问：花了多长时间发现的?

● 答：估计1年多，发现之后我就把它忘了，大脑里抛弃它了，它往上有往上的说法，往下有往下的说法，那不是扯淡吗?

● 问：为什么忘记会那么难? 您是用什么方法忘记技术分析的?

● 答：是啊，忘记技术分析非常难。其实，就因为丑陋的人性嘛，贪婪与恐惧。方法就是强迫自己不采用技术分析去操作。

● 问：投机性卖出的时候也不用技术分析操作?

● 答：不用。现在的我，假如想思考买进卖出的时机，更多就是凭感觉，凭看那个K线图以后的感觉来操作。一般来说，平常我是不看的。

● 问：价值投资者比较傻的地方就是，很多时候知道自己持有的股票要下跌，但就是不卖。您怎么看? 有没有更好的解决方法?

● 答：似乎没什么办法可以解决这个问题。不做操作的根本性原因就是为了克服自己的习惯思维或者说思维惯性。因为我知道，当一个人习惯了买进卖出赚钱的时候，因为赚钱效应，以后就很难改变，会越来越依赖短线操作而失去价值投资的初衷。

● 问：为什么给自己设定每年赚取5%的筹码? 您怎么看筹码? 为什么那么看重高转送[1]?

● 答：通过换股获得更多筹码与通过送配股获得更多筹码不是一回事，我不

① 高转送，股票术语。高转送（配）是指送股或者转增股票比例较大，一般10送或转5以上的才算高转送。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



看好送配股增加股票数量的。

● 问：之前看过您对封闭式基金和ETF有正面评价，为什么看好封闭基金业?

● 答：因为那时候疯狂的折价率。事实上，假如我当时选择高折价率的封闭式基金，收益率会更高。

《红楼梦》是一本百科全书

● 问：能不能讲讲您的个人经历?

● 答：个人经历相当简单，我是农民出身，为了生活而不能上学。15岁开始学木匠，17岁就带徒弟，20岁成为包工头。

在我的人生中，曾经有过两个转折点：一个是从政与创业的转折点，当时让我去做管理工业的副镇长，现在大概属于正科级吧，我选择了创业；一个是继续创业还是炒股票，我选择了炒股票。

● 问：您什么时候正式进入股市的? 有什么机缘吗?

● 答：1997年正式关闭木器厂、五金厂，开始职业炒股。

1992年初，我从报纸杂志上了解了股市，放开涨跌停板以后的快速上涨引起了我的注意，就开始研究。到市区收集相关书籍，通过半年多的学习研究，我觉得自己可以进入了，所以就在1992年11月这个相对底部区域正式进入股市。

原始动力也就是想赚钱，从100点到1000点没几个月，放进去1万元能赚10万元，而我两个厂一年才赚一两万元。刚开始还真没什么自信，只能说进去试试看，毕竟是新生事物，我也看到很多失败的例子，那时波动更厉害，还有跳楼的。

● 问：然后您准备了半年，主要是读书?

● 答：读书，把能找到的书都找来看了，到北京、深圳出差也买书，我要搞明白进去的话靠什么来赚钱，上市公司是怎么一回事。整夜看书、思考是家常便饭，尤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其是碰上不能理解的东西就睡不着，必须弄明白了才能安然睡觉。

● 问：半年下来，您都理解了吗?

● 答：都了解了，我就觉得应该用做生意的角度去投资。上市公司是干活赚钱的，我投资它们，成为小股东，让它们给我赚钱。而且它们比我能赚钱，我自己没生意头脑，而且自己做生意太累，还赚不了几个钱，上市公司管理层里肯定有比我强的人，靠他们来给我赚钱吧。

● 问：当时您的认知里什么样的公司是质量好的?

● 答：还很原始，觉得能赚钱就好。现在回过头看，那时没一家好公司，都是骗人的，其实是他们的生存有了问题，才到股市圈钱来了。

● 问：怎么样去看能不能赚钱?

● 答：主要还是看报表，虽然后来我知道是假的，但我这样想，只要能用正规的渠道发出来的，大多数人都认可它是真的，哪怕假的也是真的，只要我自己心里明白就是了。

● 问：怎么分析这些报表，通过什么指标看未来能不能赚钱?

● 答：和现在方法差不多，就是所谓的“自上而下”，先从我国的经济形势估计未来大致会怎么样，然后看行业，这个行业现在这几年很好，那么以后会不会还是好呢。我觉得周期性每一个行业都有，再稳定的行业也有周期性，就像上山一样，最终从山脚到山顶，但中间还会有下坡路。

● 问：怎么判断行业未来几年的发展态势呢?

● 答：应该说这得益于我本来就在做生意，而且从小在社会上混，还通过学习、读书、看报，潜移默化地在心里有个谱。我在有能力生存以后，一般来说收入的1/3就花在买书和订报纸杂志上。我这个人有生以来还没有过存款。

● 问：当时看一些什么书?

● 答：乱看，自从开始炒股我就找有关股市的看，其他也就喜欢哲学和历史。

● 问：有没有印象特别深的书?

● 答：《红楼梦》，我看了几遍，这简直就是一本百科全书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最大的错误是2007年没卖出

● 问：您这么多年炒股生涯，犯过最大的错误是什么?

● 答：2007年没卖出是最大的错误，其他的都无所谓。比如说我曾经在当天涨停板买入（好像是北京天龙），当天跌停板，第二天跌停板卖出，一天时间亏损30%。记忆深刻，但也无所谓。那时候一天亏损个10%属于家常便饭，因为有透支交易的存在。

● 问：2007年是第二次从高峰跌下来，您当时有没有回想一下，有哪些地方做错了?

● 答：那肯定做错了，就是不应该贪，涨了那么几年，涨了那么多，该抛出了。当然里边还有一个原因是我想不到能低迷那么长时间。另外，还因为那时候有很多人跟着我买进，他们舍不得抛，那我就陪着你们一起走吧。

● 问：不对啊，应该你抛了以后告诉大家我抛了，他们跟着抛。

● 答：有很多人不愿意抛，他们买在高位被套进去了。比如说2008年初，我把鞍钢全抛了，在博客上说了几次，到了2009年反弹以后我专门发了几次让他们抛，已经反弹了、够了，不能再拿着了，但还是有人不愿意抛，因为看成本不愿意抛。

● 问：这种心态是不是也是投资时候应该克服的，成本的心态。

● 答：是的，成本概念，我称它为炒股票的万恶之源。比如我的民生银行是15元买进的，4元我就把它卖出去了，因为那时价格贵了我不要了，有更便宜的东西还拿着它干吗呢? 但是一般人无论如何也下不了这个手，就因为这个万恶的成本概念。

● 问：最成功的一笔投资呢?

● 答：最快的收益属于刚刚开始的半年，不超过半年时间，获利12倍；接下来的半年时间，又亏损了80%。最成功的属于四川长虹的投资，20倍的收益，没几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年。未来，我估计最值得称道的当属我现在的银行股投资，将成为历史性的记录。

给投资者的建议：不要炒股；如果一定要炒，做足准备

● 问：您对过去20年的投资满意吗?

● 答：当然满意了，虽然犯了很多错误，但还是满意的，说起来全国能超过我的人也不多。

● 问：对于个人投资者，您会给什么建议?

● 答：别炒股票，该干嘛干嘛去。百分之一的人能赚钱比例太低了，没意思。我身边的例子告诉我：炒股票太难，很少有人真正能在股市生存，就是你有这个能耐，无论做什么生意，成功的概率都要比炒股高。

● 问：不要专职炒股还是业余也不要?

● 答：就算业余也不要，一般来说要达到我这样的，比例不会超过万分之一。如果一定要炒股的话，那么一定要做足够的准备，花3年的时间搞清楚股市到底是什么，规则是什么。

● 问：假设真的是万分之一，那您和其他9999个人的区别在哪里？为什么您在股市里赚到了钱，他们没有?

● 答：运气与准备工作，正确了解自己，寻找适合自己的赚钱模式，而不是谁谁谁怎么说的。很多人说起股票来头头是道，特别是在牛市赚钱以后，到了熊市什么都不是。

● 问：您曾经转过一篇文章，是拿蜜蜂、猴子、老虎和鳄鱼来比喻不同类型的投资者。您觉得自己最像什么动物?

● 答：我应该属于鳄鱼类型的投资者吧，静静地等待，哪怕是经常饿着肚子。

● 问：您平时是如何搜寻信息、做分析的？分析资料的信息主要从哪儿来?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：以前是从报纸杂志及上市公司定期报告上面获得信息去研究分析，现在有了网络就省力多了。

● 问：在开始分析钢铁或银行这种新行业时，您是怎么迅速从一个外行变成内行的？有什么经验可以分享吗？

● 答：这个可能没什么经验可以分享，就是一个：天道酬勤与熟能生巧罢了，日积月累，厚积薄发，没有捷径、没有经验。

● 问：您现在每天的作息时间是怎么样的？

● 答：一般是在12点左右睡觉，8点钟以后起床。没什么特别的，也许在博客上挂着的时间最多，其次是玩游戏、看新闻、看报表。

雪球用户精彩评论

走上神坛：回复@**东博老股民**：我也曾经试图用公式来评估股票，最后经过反复试验，发现并没有一个公式可以囊括所有股票（指计算后股价和实际股价比较），现在已经忘记了那些公式，真正起决定作用的就是“综合系数”。股市所有的修炼就在于对系数的评估。但系数本身也是一个变量，相信除了经验是无法量化出来的。做过企业的投资者是有优势的。

王星Vincent：回复@**东博老股民**：如果不能判断何时见顶，那怎么判断什么时候是见顶回落，什么时候是暂时回调呢？

东博老股民：回复@**王星Vincent**：从趋势的角度来说，在股价形成上涨趋势以后，没有最高、只有更高，我没办法判断股价在什么地方见顶，所以就采用见顶（价值高估或相对高估）回落的时候卖出。我曾经用相关模型测算过，见顶回落卖出与分期分批越涨越卖出的效果差不多，没什么根本性的区别，所以就看个人的性格了。

东博老股民：回复@**王星Vincent**：在这里，首先要说明的是在我20年的炒股生涯中，大多数时间是满仓的，所以，所谓的卖出也只不过是为了调换品种而已，而不是卖出以后持有现金。我说过，自己有个缺点就是见不得钱。当然，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个缺点也让我吃了不少苦头，没办法，性格也是缺陷。

所以，我的操作从本质上来说，很少去判断什么见顶回落，更多的是因为它上涨多了，相对价格贵了，开始下跌了，我就卖出调换其他没怎么上涨的品种。比较典型的例子就是2008年初的鞍钢吧，我没在38元卖出，是在30元左右卖出的，因为鞍钢上涨多了，开始下跌了，又因为民生银行相对便宜了。所以，假如你看我在博客上写的2006年开始的每一次操作，看起来都非常随意，直接支持我调换品种的其实就是直觉。

再比如说2008年末民生银行调换兴业银行，其实我的系统早就提示民生银行该调换兴业银行了，从过后的情况看也应该早一点调换效果会更好，但我一直等待着直觉强烈要求（心理冲动）我调换的时候才调换的。2007年初民生银行调换鞍钢是如此，2008年初鞍钢调换民生银行也是如此。而且一般我不会一下子全部调换。

所以，从根本上来说，调换品种的基础是我的比较价值系统，促成实质性操作的更多是直觉。

虎加虎威： 回复@**东博老股民：** 总是捡便宜，就没有碰到最后一无所有的情况?

东博老股民： 回复@**虎加虎威：** 呵呵，这就是对我投资理念的典型误解。其实，这个便宜不是指价格的便宜，不是指市盈率的便宜，是综合了其他方方面面以后的相对便宜，与大多数人所理解的便宜不是一回事。

比如说现在很多人认为大秦铁路比较便宜对不对?但是，在我的系统中，贵州茅台比大秦铁路更便宜。也就是说，假如我必须在贵州茅台与大秦铁路之间选择一家便宜的买入，那么我会毫不犹豫选择贵州茅台。我这样说是否可以说清楚我这个“便宜”的概念?

另外大多数人喜欢说巴菲特的投资理念，实际上，巴菲特的理念是建立在他对企业经营、行业趋势强大的把握能力前提下的。换一句话说，就我这个把握能力，学习巴菲特的理念什么也不是。

同样的道理，假如我不具备对企业经营、行业趋势的把握能力，那么我这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所谓的内在价值计算公式或者说比较价值模型就什么也不是，不值一提。

实际上，我这个系统的作用，很多人可能并没有理解，我在博客中曾总结过这个系统的作用：假如我们把整个投资过程比喻为马拉松比赛，谁先跑到终点谁就赢，我们的任务就是去寻找长跑运动员参加这个马拉松。巴菲特的理念是努力寻找一个优秀长跑运动员去参加比赛，去争取胜利；我的模式则是去寻找很多短跑运动员以接力赛的形式参加马拉松，争取胜利。这就是我这个系统的内在道理。

TOPCP：回复@**东博老股民**：区别在于，你选择运动员的时候，是希望他能全程跑完，还是选的时候就认定只能跑个半程或者更少？如果选的时候就希望他全程跑完，在过程中发现越来越没力气，那换一个运动员也没什么问题。当然，选的时候以为能跑半程就不错了，结果全程都很优秀，那也不错，但本质上选择的那一刻，你的思想决定了你后面对这个运动员的态度和取舍。而在过程中这个运动员的表现如何，也是需要一步一步重新评估的。

东博老股民：回复@**王吉陆**：比如说现在投资人士大多数认可并实践未来现金流估值模型，认为这是个比较靠谱的估值模型。但在我看来什么也不是，就是个说着玩的模型，根本就不具备可操作性。

大家可以认真地想一下，在这个世界上有谁可以清晰地判断一家企业10年、20年以后的发展情况或者说发展趋势？在我看来，没人有这个能力。当然，你也可以认为自己有这个能力。但我清醒地明白，我没这个能力。所以，我一直说，我只能看未来的3年，再长时间就无能为力了。

如此，我们就可以想一下，既然我没能力看清楚企业未来10年、20年的情况，那么这个现金流估值模型还有什么意义呢？没有基础的估值模型根本就属于无本之木。

东博老股民答雪球用户提问

中国资本市场：关于民生银行，对@**东博老股民** 说：请问老股民兄，综合来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



看，如果只想中长线持有一只银行股，民生银行是目前最优选择吗?

东博老股民：假如说必须中长线持有一只银行股，就目前的价格，我还是愿意持有招商银行，就因为我喜欢招商银行的企业文化。相对来说，招商银行稳定一点，民生银行不确定性高一点。

jeditest：关于民生银行，对@**东博老股民** 说：招商银行前几年一直是商业银行的标杆，为什么这两年的业绩相比其他商业银行（特别是民生银行）并不显得出色，这里面到底发生了什么？另外，如何看待招商银行的二次转型?

东博老股民：在这里，我个人觉得，招商银行业绩增长低于民生银行的根本性原因是风险容忍度的降低，在1年多前，招商银行就已经提出提高风险容忍度，但目前还没有看到结果。

招商银行的二次转型并没有明显的战略或者说根本性改革策略，更多的可能是为了提高执行力。目前同样还没有结果。所谓的企业转型，说穿了就是企业的发展将进入调整期，不管是主动还是被动。我个人觉得，随着招商银行大力开拓小微企业业务，2013年将开始进入高速增长的阶段。

乌金：对@**东博老股民** 说：和民生银行的管理层有面对面接触吗？感觉怎么样？把资产交给他们打理心里踏实吗?

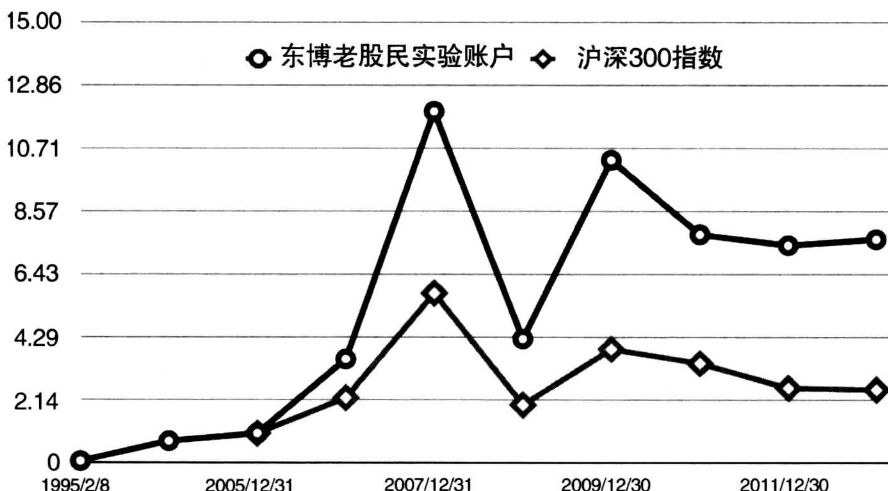
东博老股民：我不是长期投资者，在我看来，民生银行是上市公司，我可以随时随地收回我的投资，所以在我的理念中，不存在把资产给他们打理的想法。钱还是我自己打理比较放心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



参考资料

投资业绩



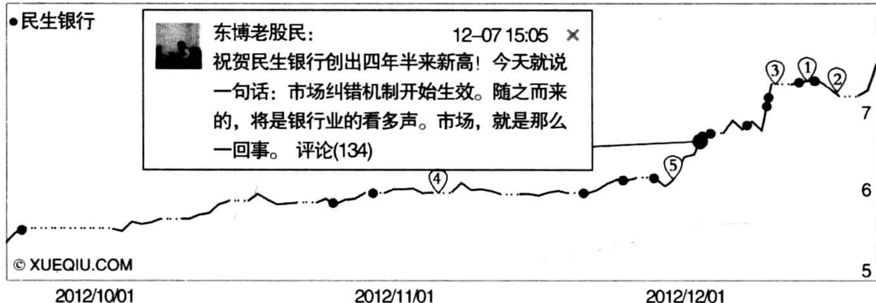
（数据来源：东博老股民提供的公开数据）

东博老股民实验账户业绩

民生银行(SH:600016)　　买卖　✔已关注　取消

¥7.75　+0.350 (+4.73%)　　2012-12-25 15:04:58(北京时间)
实时行情

今开：7.35	昨收：7.40	最高：7.85	最低：7.33
成交量/平均：2.42亿/1.42亿	成交额：18.63亿	52周最高：7.85	52周最低：5.39
市盈率LYR：7.87	市盈率TTM：6.65	每股收益：1.05	每股净资产：5.28
总股本：283.66亿	总市值：2198.33亿		



个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

sosme：做投资给自己留余地，不要以为看透了一切

采访者：@Mono



sosme

四川 成都

股票12只　讨论28条　粉丝2626人

经常讨论：中集B，中集集团，四川长虹

背景资料

早年泡投资论坛的朋友对sosme（张伟）这个名字应该不会陌生。作为一位来自民间的投资高手、独立投资人，sosme投资股票已有20余年，独立思考并持续改进，让他不仅在股市里获得了骄人的业绩（实证11年来，年均收益率高达29%），也形成了自己独到的见解和不断完善的投资理念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



取名自“自助者天助之”（SOS ME），sosme应该是国内最早从价值投资角度深入分析贵州茅台、万科基本面的投资者之一，他与wjmonk（王璟）、同丰关于贵州茅台的精彩切磋堪称经典。用某投资名博的话说，他们在那时已经“体现出深厚的理论功底和强大的基本面分析能力”。投资万科也让他获得了32倍的收益。

然而，炒股对这位民间高手而言，从来只是“业余爱好”。初入股市时他还是物理老师，后来下海经营化妆品生意，现在是两家装饰材料公司的四川总代理。目前，耗费他主要精力的依然是公司的经营，虽然这门生意其实并没有炒股赚钱，但它养活着几十号员工。当被问及计划什么时候退休时，他表示投资已成为生活的一部分，永远都不会退休。实证也会继续写下去，持续三四十年后会把沉淀的东西写成一本对投资者真正有帮助的书。

sosme言谈机智而幽默，善于用形象的比喻来深入浅出地阐述自己对生活、对投资的思考和体会。

主要观点

1. 我现在可以接受这样一种情形：某项投资坚持了10年，最终的回报在未来的一两个月内集中实现。

2. 估值这个东西实际上是一个偏见。

3. 有很多信息不仅无用甚至是有害的，可能学得越多受害越深。

4. 很多时候搞调研的研究员是在“为研究而研究”。

5. 真正的大牛股，上涨几十倍、上百倍的股票绝对不存在于今天的热门行业、热门公司中。

6. 选“烟蒂”，首先要判断公司有无持续经营的能力。

7. 我最关心的还是价格与价值的背离程度。

8. 做投资一定要给自己留有余地，不要以为自己看透了一切。

9. 投资方法是无法传授的，很多东西需要投资人亲身体验后才有可能领悟到。

10. 逆向投资绝对是很困难的，可以说是反人性的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在行情不好的大环境里，还能获得低价格

● 问：您目前的职业算是业余玩家、独立投资人还是私募?

● 答：我算是真正意义上的独立投资人，除了帮几位完全不懂股票的亲戚打理少量闲钱以外，从最初接触股票开始一直都是玩自己的钱。另外，我还打理着一门经营了十多年的装饰材料生意。以前基本是甩手掌柜，把大部分时间和精力都花在了研究投资和分析公司上面。不过，由于之前负责日常经营的合伙人最近选择了退出，管理几十号人，以及直营店、加盟店、仓库的事情突然都落在了自己身上。打理装饰材料生意成了我最近最主要的工作，研究投资和写文章的时间少了很多。未来还是希望能把生意上的事情理顺，交给专门的人来打理，然后自己专心致志地研究投资。

● 问：您为什么要选择做独立投资人?

● 答：独立投资人的好处之一是只需要对自己负责，不涉及市场上其他的利益。凡是涉及利益，哪怕你不是刻意为之，长期来看自己也会潜移默化地受影响。我的理想是以后能把生意交出去，找一个山青水秀的地方，建一个以纯研究为目的、不牵扯任何商业利益的投资研究院。

独立投资人玩自己的钱，没有短期排名的压力，也不需要追热点，可以完全按自己的想法来做，随心所欲——要等就可以等，短期内错失机会也无大碍。不是我愿意错失机会，而是可以等更大的机会。当然，这是要付出代价的，有时候你根本等不到。不过一旦等到，就是一个非常大的机会。暂时等不到，也没有风险。这也许才是真正的“低风险、高收益”。

● 问：传统理念认为风险和收益是成正比的，能否解释下您所说的“低风险、高收益”？

● 答：“低风险、高收益”本来就应该通过我们的操作行为来体现。比如，你看准了一只股票，介入的价格越低，风险就越低；相应来讲，以后的回报也可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能很高。价值投资实际就是研究价格和价值的关系，价格这个环节也很重要。所以，我现在做投资非常喜欢行情不好，只有在这种大环境里才能获得低的价格。目前的行情，我看股票的时间反而会多一些。通常情况下，我建仓的时间也会很长。比如10万元的资金，可能要分10多次买入。而且，如果建仓过程中股价出现反弹，当我认为股价偏高时会选择暂停建仓。

● 问：但这种分批建仓的方式是不是并不符合巴菲特说的“天上掉馅饼时要用水桶去接”呢?

● 答：这个提法我同意，但这里的前提条件谁来给你保证? 当你认为是“馅饼”大量买入时，如果不是怎么办? 从银行股近来的情况就能看出，市盈率10多倍时很多人就认为是“馅饼”，后来跌到10倍时又有人认为是“馅饼”；现在在10倍基础上再腰斩，是不是“馅饼”？“馅饼”是一种主观判断，出错了怎么办? 你看银行股这一路下来，套死的价值投资者太多了。而对我来说不存在套死，我希望股价跌下来，时间一长还可以通过资产配置用现金分红来再投资。股价下来了，股票投资在整个组合中占比会降下来，自然需要分配资金到股票上，这个时候你进去的价格是很低的，也就保持了相对很低的风险。所以，现在操作策略甚至比选股还要关键。

既然现在已经是黄金机会，回顾中国股市历史，没有比现在更低的价格，都是“馅饼”了为什么不全面进入? 不是“馅饼”怎么办，如果股价再砍一半怎么办? 你会失去投资的主动性! 等真正的“馅饼”出来的时候，你就只能眼睁睁看着而享受不到了。

目前我对港股的研究实际上还很粗放，但研究之后有一种对A股很恐怖的感觉。港股中，地产股的PB[①]在0.2~0.3是常态，如果放到A股这是什么状况? A股的地产公司要再“腰斩”两次才能达到港股的估值水平。比如我投资的庄士中国，它现在的净现金已经超过市值，没有任何负债。这种情况在A股简直匪夷所思。

还有冠华国际控股，3倍的PE，0.3倍的PB，而且每年赢利，ROE在10%左

① PB，即市净率，指每股股价与每股净资产的比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



右很稳定，如此“低估”的股票在香港炒不起来。如果A股向这种标准看齐，将非常恐怖。这让我觉得，投资者对市场一定要有敬畏之心，如果哪天A股出现了“腰斩再腰斩”的局面，我也能坦然面对。其实，这也是我设想的未来可能出现的情况之一。这种局面一旦出现，如果你能很好地应对过去，以后就会有获得暴利的机会。

● 问：请介绍一下您的动态再平衡策略，与再平衡策略有什么区别?

● 答：在详细了解了资产配置理论以后，我对这套理论非常感兴趣。当然，我的动态再平衡理论比大卫·斯文森①的再平衡理论更为激进一些。他们的配置方法比较简单，举例来说，50%的股票+50%的债券，当股价下跌导致股票资产占比下降时，卖掉一部分债券买入股票，重新恢复各占50%的配比，这是所谓的“再平衡”策略。

而我的方法是“动态再平衡”，仍以50%股票+50%债券的配置比例为例，当股票下跌以后，本来就需要卖出债券买入股票，但如果股票下跌越多其分配的比例还会越高。股价跌到一定程度时，可能就是65%的股票+35%的债券了。资产配置的平衡比例不是一成不变的，而是动态的。市场波动越大，动态再平衡策略越有效。

现在主要关注出问题的公司

● 问：您是什么时候“入行”的，当初是什么契机选择了投资股票?

● 答：我入行其实是因为我的爱人。她当初在银行上班，通过储户知道了

① 大卫·斯文森，美国著名投资人，耶鲁大学首席投资官，著有《机构投资的创新之路》等投资类书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



炒原始股这个新生事物。当时国内还没有正式的证券交易所，市场不仅交易股权证，还交易可以购买股权证的收据。我们算是成都红庙子时期的第一批“炒家”，后来又转战城北花圃。

那时我刚大学毕业不久，在学校当物理老师，利用业余时间交易原始股，我们在股市挖到了第一桶金。当时我觉得匪夷所思，看上去就是一张纸，倒手就能赚很多，面值1000元的北海（广西北海原始股）倒手卖了1万多元，那个时候算是一笔比较大的款项了。这让我觉得股票是个很有意思的东西，从那时开始对炒股产生了兴趣。

后来我爱人从银行去了证券公司，在她的建议下，我辞去了物理老师的工作，开始把更多精力花在炒股上（不过股票投资在当时仍属于业余爱好，主业是与人合伙的化妆品生意）。最早买的股票是兴业股份、爱建股份，当时大家都说这些股票好，但自己对这些股票和投资是没有概念的。后来就是四川长虹，开始写实证之前，我赚钱比较多的是四川长虹、实达电脑（现称实达集团）和清华同方（现称同方股份）。

● 问：那个时候您会看图形、做技术分析吗?

● 答：我从来不看图形，这点很奇怪，从一开始就不看图形。可能跟我是学物理出身的有关，总想研究股市上涨的真正原因，但那个时候可读的书很少。巴菲特的理论被引入国内，实际上已经是在1997年了，由当时的那轮大牛市催生。那个时候，大家都在看K线图什么的，我基本上不看。

而且我感觉自己搞股票这么多年，不知道是运气好还是别的什么原因，每次退出的时机都把握得恰到好处。包括当时炒四川长虹、实达电脑、清华同方，基本上所有获利都能从股市里拿出来。而且我的心态一直比较好，出来以后就再也不进去了。很多人出来以后忍不住，把赚了的钱又全部亏掉。

接下来我开始写实证，大概是2001年。那个时候其实投资已经完全转移了，绝大部分的钱都投在了商铺、房产上，搞实证的资金量反而很少，是朋友还给我的美元。搞实证主要是因为当时对股票投资有了一些自己的想法，希望验证一下。

我的实证抓住了一轮大牛市，错过了一个大反弹。2009年那波我错过了，当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时的股票占比只有百分之十几。基本是持有现金，用来申购新股，收益率相对较低，因为2009年的那波反弹实际上是很强的，反弹幅度大概是80%，而我那年的收益率只有23%，达不到我的平均年收益率。

实证11年，经历了一次大牛市、两次熊市，年均收益率29%。现在回过头来看，我认为还是能说明一些问题的。特别是2008年的金融海啸，回想起来似乎我的运气又比较好，我的A股在股市达到最高点之前卖得一股不剩。

● 问：当时为什么想到要全部卖出呢?

● 答：因为在读了大量的投资书籍及思考市场之后，在内心深处我认识到市场的周期性是不可避免的。赵丹阳3000多点就出来了，实际上我当时也有退出的打算，后来能再坚持1年、再多赚1倍，现在回想起来还是有些赌徒心态：反正赚了那么多了，再等一等。

这个过程对我后来的理念是有影响的，就是投资一定要有灵活性，不要做死判断。比如，赵丹阳3000多点全部出来，现在看来是错误的。完全可以动态平衡，先出来一部分，如果股指继续上涨，再出来一部分。

● 问：这么说来，促成您搞实证的根本原因是投资理念有所变化。请分享一下您投资理念的演化过程，是否可以分为几个阶段?

● 答：我觉得应该分为几个阶段：1997年算是一个分水岭，在此之前是懵懵懂懂的状态，很想知道股价到底是怎么上升的，但没有什么明确和独立的判断，也会受到一些市场流言的影响。所以现在回顾起来，感觉那一段总是踩对节奏只是运气比较好。那时在股市的涉入程度不是很深，只是感兴趣，并没想作为赚钱的最主要途径，投入的资金量也不大，更像是业余爱好。

从1997年开始，四川长虹对我影响很大，因为当时它也算是一只蓝筹股，业绩每年增长，股价也随之走高，而且持续的时间比较长。当时市场出现了“买股票要买成长股、蓝筹股、明星股”的提法，所以巴菲特的启蒙实际上就是从那个时候开始的——要买好股票，价格的因素要考虑但不是最关键的，股东随着企业一起成长等。

当时炒四川长虹就会觉得这是真的，就是靠这个理念赚的钱。那个时候巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



特对我的影响比较深。这种影响甚至在我刚开始实证时也有所体现，我实证最早买的3只股票是粤照明B（当时叫现金奶牛，对股东利益很在乎、分红能力强）、万科B（普遍认为公司管理比较好）和中集B。

所以巴菲特理论对我的启蒙跟炒四川长虹有一定关系，通过炒好公司获得了好的收益，就开始相信这套理论了。再后来，我对巴菲特的理论产生怀疑，实际上也是来自自身的感悟。我在买其他公司时，采用了同样的分析方法，但得到的结果却大相径庭。我开始思考，巴菲特的投资理论是否也不是绝对的真理，也需要补充、完善和修正。所以除了巴菲特的投资理论，我又看了很多其他的投资理论书籍，开始逐步进行反思与修正。

后来的投资过程中，争议比较大或引起讨论多的是贵州茅台、万科。当时我们不只是围绕着贵州茅台在谈，还包括对公司的分析方法与估值，这些是可以推而广之的，但是很多人还是没有搞透。还有万科，实证当中记录的32倍真是实现了的，算是一个比较经典的投资案例。但现在回过头来看，如果再让我选择，很有可能不会选这些公司。因为我现在的整个理念已经发生了很大变化。后期接触了一些约翰·邓普顿[①]、塞思·卡拉曼的理念，和巴菲特的理论综合以后，我觉得后者对我的影响略微大一些。所以，我现在主要从大家都不看好的东西中进行选择。

市场上那么多个行业、那么多家公司，需要靠自己的投资理念来过滤。3000多家公司，用投资理念过滤时，可能第一轮我就淘汰了2000多家。比如热门的东西、大家都关注的东西，都不在我的关注范围之内，可能以后我的研究对象会很冷僻，大家都没怎么听说过。因为这些领域更容易出现价格与价值的背离，才会存在价值投资的目标。作为独立投资人，合理分配自己的时间和精力非常重要。

从实证可以看出，我大部分时间是不看盘的，也很少操作。如果操作，背后是有投资理念支撑的。最近我也试了试港股，希望按我最新的理解来实践一下价值投资。所以主要关注出问题的公司，而不是所谓伟大的、好的公司。当然，现在股市中的一些好公司也有关注价值，因为它们现在的估值水平相应来讲还是比

---

① 约翰·邓普顿，全球投资之父，邓普顿集团创始人，擅长逆向投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



较合理的。比如大家谈得比较多的银行股，我觉得至少可以关注，进不进去需要自己掌握好节奏。

● 问：说到银行，有雪球用户想听听您对招商银行和民生银行的看法?

● 答：招行银行和民生银行很多年前都投资过，在实证中有记录。实际上，我对招商银行一直是比较喜欢的，因为我对招商局这个体系的公司都比较有好感，包括中集集团、深基地B、招商地产。它们都有比较好的股权文化，会考虑股东利益而不仅仅是业务规模。而一般的国企更多的是追求政绩，一味地做规模，股东的利益基本不在考虑范围内，甚至是可以牺牲的对象。扩大业务规模从某种意义上讲就是一种赌博，如果只考虑扩张不怎么考虑回报，相应的风险实际上是由股东来承担的。所以，在文化上我比较喜欢招商局，在银行业内我比较喜欢招商银行。下一步如果我要进入银行业，估计也会选择招商银行。

招商局体系本身就有一种文化，在以前的整合过程中，并没有一味地追求规模，有些可有可无的业务，它会放弃，这点很不容易。就像巴菲特，大家都知道他是靠保险公司起家的，但是美国那么多保险公司，为什么只有巴菲特能做到这个程度? 回顾历史，你能看到，有些业务巴菲特的保险公司并不去碰，而是选择放弃。

所以，大家都发展的时候，它可能很一般，但在大家都挺不住、快倒下的时候，它的发展反而是最快的。只需要几个回合，与同行的差距就拉开了。所以，银行等金融企业一定要保守、稳健，敢于放弃很关键。有些比较赚钱、大家趋之若鹜的业务，反而要放弃，因为可能很快会变成高风险的业务。银行业现在跌至3~4倍的市盈率、达到净值，至少是可以关注的，接下来有合适的机会也可以增持。

当然，民生银行也有它的特点，但银行业毕竟是一个保守的行业，谨慎经营很重要。对于眼前一些比较热的、进入就能赚钱的业务，比如中小企业贷款，还是不应该过于激进。现在中小企业贷款的确做得很好，发展快、利润高，但接下来这块业务的风险会越来越大。

我自己在做装饰材料生意，也接触了许多中小型企业。如果接下来的经济形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



势还是按现在的情况发展，以装饰公司、材料供应商为例，有不少公司可能会“突然死亡”。这些东西最终都会传导到银行层面，而包括民生银行在内的许多银行在中小企业贷款上投入都比较大。当然，现在银行都有一套完整的风控体系，但极端情况的出现会打破大家的预期。就像房价，银行可能认为跌30%也无所谓，可以承受。但最终房价崩溃，跌幅绝对不会是30%，而会跌到银行都挺不住的程度。所谓崩溃，都是出人意料的。虽然持续的时间可能不会太长，但许多人却就此出局了。所以，我在投资过程中，比较喜欢研究极端风险出现时的机会。这个可能受塞思·卡拉曼的影响也比较多。就银行而言，我还是比较倾向于招商银行，民生银行感觉“路子比较野”。而银行需要有保守、稳健的风格，不需要太强的进取心。

● 问：刚才说到万科是您实证时最早买入的3只股票之一，投资万科又获得了32倍的收益，请简单介绍一下这个案例。实证是从B股开始的吗?

● 答：最早的3家公司都买的是B股，刚好当年6月1日B股正式对境内普通投资者开放，实证就是从B股开始的。后来万科B股的价格比A股还高了，我才把它的B股全部换成了A股，中间实际上又有一个套利。万科最终为什么赚32倍，当中是有很多环节的，而且B股没有再融资，后来股价上涨后我并没有在更高的价格去参与增发、配股什么的，实际成本非常低。

我感觉，不管做公募还是私募，我最大的优势是真正以独立投资者的身份，可以如实表达自己内心的想法。无论基金还是银行，都有一些销售趋动的性质，正如《客户的游艇在哪里》一书中讲到的，金融行业中真正把钱赚走的是服务客户的中介机构。投资人在牛市中赚了钱，但在熊市时都加倍还回去了。市场上有很多宣传和信息由于涉及利益，实际上是华而不实的东西被无限放大，把很多人套了进去。

● 问：有雪球用户想请您谈谈对安全边际的范围和缓冲是如何理解并执行的。

● 答：安全边际涉及价值判断，价值判断本身就是很主观的。说到底，这个问题涉及你评估过程中的态度，我认为价值判断时态度比技术更为重要。有人可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能认为贵州茅台如果明年增长25%，安全边际就又会出现；但我会想，如果贵州茅台明年跌25%，现在以这个价位进去，还有没有安全边际？所以说，是你的态度在决定你的思维方式和看问题的策略，得出的结论自然也就不一样。

估值这个东西实际上是一个偏见。1997年时，我也花了很大精力学习估值，我是学物理的，当时的想法是我给你估准了还怕没有投资机会吗？所以，相对估值（如PE、PB）、绝对估值（如现金流折现）都研究过。我觉得这些都是可以的，但不要完全陷于其中。当时认为这些估值结果是通过科学方法计算出来的，感觉很靠谱，能够给自己的投资带来信心，实际上这也是一种自以为是。

不过，这个误区我很早就跳出来了——并不是你参数越多，算得越准，就越容易赚钱。特别是短期内，可以说是毫无相关性，就算你估值正确，也不能保证你一定赚钱。所以，我觉得估值更多是态度的问题，现在我根本不去计算现金流折现，只是估计一个大概，而且每个公司的估值不同时期也是会变化的。把重点转移到操作策略上，而不是完全固守在估值上。

● 问：您一般如何去发现股市的投资机会，大致的决策流程是怎样的？

● 答：有时间我会上网浏览信息，任何信息都可以看，有用的可以仔细看看。现在还有很多投资博客，包括不少的知名投资博客。投资者可以建一个自己的资料库，形成自己的信息系统，智慧是可以集合在一起的，要知道哪些信息有价值、哪些文章值得一读。我觉得一般的投资人，很多在搜集信息这个环节就做得不够好。包括雪球上面就有各种信息，要学会甄别哪些信息是有用的。

很多时候搞调研的研究员是在“为研究而研究”

● 问：您会对上市公司做一些实地调研吗？

● 答：我从没做过实地调研。很多时候搞调研的研究员是在“为研究而研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



究”——无论公募、私募，收了管理费总是要做点事的。我认为，现在国内的主流调研普遍没有什么价值，至少作用不大。因为现在大家调研的绝大部分都是大公司、知名公司，这些公司已经有很多人在研究了，可能长篇报告都出过几百份了，自己再去调研意义不大，还是停留在既有基础之上。调研并不是完全不能搞，其实小公司、不知名的公司反而是可以去调研的。如果以后我做调研，对象一定是大家都不知道、不熟悉的公司，因为它们的公开信息很少，实地调研反而有一些价值。

● 问：您熟悉或擅长的行业有哪些，能否分享一下您对这些行业的判断?

● 答：我觉得这又是一个误区。作为投资，不要固守某个或某些行业，要抱持开放的心态，任何行业都可以关注和投资。对巴菲特的迷信要跳出来，对公司、行业的固守也要跳出来，以后真正的大牛股，上涨几十倍、上百倍的股票绝对不存在于今天的热门行业、热门公司中。

● 问：港股市场上，如何防范选“烟蒂股”选到了“毒药”？

● 答：我判断的第一点是公司的持续经营能力，并非目前的安全边际很高，现金很多、超过市值的股票就是“烟蒂”。我们不用看太远，考虑一下未来3～5年能否持续经营下去。如果不能持续经营下去，目前的安全边际到明年可能就损失过半，再过2～3年可能就损失殆尽了，这种“烟蒂”不要去捡。某些“烟蒂”可能还可以大致判断一下，能否反转，反转几率有多高？这也是介入点之一。

所以，选“烟蒂”，首先是判断公司有无持续经营的能力；其次是评估其他公司的方法都可以用到评估“烟蒂”公司上，比如公司经营战略、管理层能力、发展过程、前景展望等，你都需要考察和评估。“烟蒂”也需要精选，并不是看似有安全边际就去捡。目前的安全边际能不能转变成投资收益，跟公司未来的成长能不能转变成投资收益一样，中间是有不确定性的。

在成熟资本市场，投资“烟蒂股”还有一个获利机会就是私有化。这可以把当前的安全空间潜藏的价值迅速释放出来，变成投资者的收益。这个赢利是不需要依赖市场状况的，直接由公司本身创造，是一种实业回归的获利途径。从一些方面来看，私有化“烟蒂股”具有一定主动性。比如庄士中国，如果我有几个亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的资金可能会考虑将它强制收购并资产清算，将它的价值迅速释放出来。这种情况只会在极度低估的公司中出现，如果A股再持续低迷1～2年，类似机会将越来越多。所以股市越是往下走，市场上的机会越多。

挑选“烟蒂股”时不用完全抱着“吸上最后一口”的心态，一样要精选。有时候说不定是支“雪茄”，只是大家误认为是“烟蒂”而已，那么这就是你的黄金机会。比如我正在实践的联邦制药，如果它研究的新药以后顺利投放市场，成为一家优秀的制药企业，那时就是投资获得暴利的时候，因为之前是以“烟蒂”的代价进入的。投资的真谛实际上是在这里，而不是说公司好就一定可以买入，不考虑价格。

● 问：您认为商业模式和管理层谁更重要?

● 答：实际上，我现在看公司时，这两项都是次要的。最关心的还是价格与价值的背离程度。

● 问：您怎么看待所持股票长期不被市场认同的情况?

● 答：这种情况出现了你也要去面对，而且在投资之前你就要假设这种情况可能会出现。但我认为这种现象不会存在太久，比如一些“烟蒂股”，如果分红率达到15%，哪怕股价长期不动，6年就能收回投资并依然拥有股份。而且股票被明显低估时，如果公司所处的行业内也有人认为它被低估了，可能还存在私有化套利的机会。

A股以前一直是高估，不存在这个问题，未来这种机会应该会出现。有些股票的低估有可能存在时间会比较长，但不会永远存在。既然投资进去了，当遇到这种情况时，只有公司基本面没有发生变化才应该坚持。不被市场认可通常有两种情况，一种是价格不涨或涨幅非常有限，还有一种是反而进一步下跌。对于这样的公司，投资者一定先要有清晰的判断——到底是市场的原因，还是公司的原因?如果纯粹是市场的原因，股价不涨或下跌对你反而是再投资的机会。在长期坚守的同时，如果股价下跌要敢于增持，你的成本会越来越低，相对市场你也会获得收益。

公司业绩的增长与股价上涨之间的关系是非线性的。某个时期两者的关系可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能是正相关的，而另一个时期却是负相关的，公司业绩增长股价却在下跌，可能前期股价冲得太高、太快。我现在可以接受这样一种情形：某项投资坚持了10年，最终的回报在未来的某一两个月内集中实现。坚守了10年就是为了等未来的某一天、某一个月，这都是有可能的。投资回报，特别是牛市中的回报，实际上可以认为是一种历史回报。

● 问：您认为成功的投资人应该具有哪些品质?

● 答：我觉得品质很关键，首先是要有保守的性格，偏悲观的态度。任何时候都要从防范风险的角度出发，要把防范极端风险作为投资策略的底线。比如现在，大盘已经跌了那么多，如果再跌一半，你能不能接受? 而且一定要假设这种情况是可能发生的。另外就是对自己要有一个比较清晰的定位，包括刚才说到的不要自以为是，要意识到市场上的聪明人很多。

其实，我现在经营生意都是这个态度，虽然我已经很努力了，但依然会假设对手比我还要努力。做投资也是这样，你搜集了大量的资料、做了两个月的研究，以为已经把一家公司研究透彻了，比其他投资者都知道得更多；而实际上有一些人可能已经做了两年的研究与跟踪，比你知道得更多。做投资一定要给自己留有余地，不要以为自己看透了一切。

还有就是刚才说的开放的态度、灵活的思维方式，对于投资都很关键。反而对行业的理解、对公司的认知，在我看来都只属于技术层面的东西，处于顶点的应该是属于理念层面、框架性的东西。

投资如果作为一个行业，它是非常依赖投资人本身的个性的。从某些方面来讲，投资方法是无法传授的，很多东西需要投资人亲身体验后才有可能领悟到。就像资产配置、动态再平衡，如果你在市场上没有一二十年的沉淀将很难领会到，而且在具体实践中也很难执行下去。特别是在牛市的时候，如果你不满仓，别人都质疑你时，你能忍受住吗? 看到平时并不如自己的人都在赚钱，你能忍受住吗?

2007年接近高位时，我提前退出，很多人都说我傻。你必须要有一个非常强大的内心，而这点又来自于你必须有一个牢固的投资理论框架。所以，大家都知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



道要逆向投资，如果大部分人真能做到逆向投资，也就没有逆向投资了。逆向投资绝对是很困难的，可以说是反人性的。

● 问：说到反人性，您认为哪些性格会阻碍价值投资？如何去克服呢？

● 答：都说要战胜人性，但是如果人性真的那么容易战胜也就不叫人性了。通过学习、自己的感受了解到有些群体的东西、外界环境的东西对人的影响是负面的。在股市中几进几出也让我对股市的周期性有了较深的体会。

我所有的投资都是试探性的投资，不是想着要靠某项投资赚钱或者发财。我从来不会把所有钱迅速押在某只股票上，而是先试探性进入，如果股价下跌再考虑继续加仓，如果股价上涨就保持现有仓位不变。这种策略本来就跟自己反人性的认识是有关系的，实践操作中，也并不需要刻意去控制自己的情绪，完全是发自内心、自然而然的一种方式。市场情绪对我的影响是反向的，大家都说市场不好时，反而要多看看。

● 问：就您个人而言，有哪些性格有利于您做价值投资？

● 答：保守、节俭、不算计人、不骗人、能让则让，生活中我也是如此。然后就是心态比较平和、做事情留有余地。回想起来，当时是可以不卖贵州茅台的，只是为了手里能多持有一些现金，一旦出现不测也能应对。我觉得自己这方面的性格、品行，与价值投资在某些方面是相契合的。

还有就是我有一种逆向思维的习惯，当大家都说某种东西比较好时，我就会思考它会不会有不好的方面，或会不会出现不太好的时候。另外，我能够反思自己，犯错误时敢于承认。毕竟我也不是大师，更不是“股神”。这样可以把自己从以前的成功中解放出来，不会固守某些东西。我有些投资理念的形成与许多朋友互动也有很大关系，这是一个相互学习的过程。包括我写博客，主要是为了记录自己的投资，在记录的过程中不仅自己可以学习、反思，也可以跟大家交流、相互学习。

现在，我感到不是所有人都适合进行价值投资，这跟他们的性格与成长经历有一定关系。纯粹通过书本学习是不可能掌握价值投资的，价值投资不仅要在理论上理解与认同，还要在实践中执行与坚持。只有经过了这两道坎，才能说学会了价值投资。

● 问：您是如何判断和利用市场情绪的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：跟判断牛市、熊市差不多，也是一种主观判断。比如判断目前是一个危机状态，按照我的理念就应该多配置股票。不过现在感觉这个危机持续的时间很难判断，危机后可能还有危机，我们在心态上需要一些危机意识。当然，就股票操作策略而言，主要通过仓位控制来应对。另外，投资组合中也可以配置一些稳定性相对高的公司，比如我现在的投资组合中就配置了一些电力股，因为我感觉它们相对比较稳定。电力作为一种公共产品，虽然价格受到政府管制，但长期而言，电力公司的基本赢利还是可以保证的，而且分红通常也不错。如果危机出现，还可以用分红的钱去再投资。

投资组合有一种内生的现金增长。我现在在构建投资组合时就比较注重内生性的现金增长，除了配置高分红股票之外，还配置了一个商铺。目前投资组合的现金收入占比大概在5%～6%，2012年写实证时我专门总结了一下，危机时完全可以用这些现金去选择你认为合适的标的，不需要再投入额外的资金就可以完成对整个投资组合的调整。如果危机比较深，再考虑强制性地多配置一些股票。

只有在最绝望、最困难的时候继续坚持，动态再平衡才能产生作用。仓位控制，加上严格的投资操作纪律是其重要保障。越是极端的时候投资者越容易违反投资纪律。

● 问：投资除了给您带来财富之外，还带来了什么？

● 答：投资还为我带来乐趣和朋友，已经成了我生活的一部分。因为我很喜欢研究投资、做投资，所以也很享受这个过程本身。

● 问：有没有考虑过退休？或者说您的退休计划是什么？

● 答：对于投资，永远都没有退休，如果要退休也是退其他的事情。投资是我永久的乐趣，对于实证，如果有机会我会写30年、40年，等有这么长的时间积淀后，我准备写一本对以后的投资者真正有帮助的书。有很多朋友劝我写书，我并不想写，因为我觉得现在的积淀还不够，得出的结论可能并不准确。回过头来看，我当初最正确的决定，就是坚持写实证，反过来也把自己征服了，越写越感觉有意思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



雪球用户精彩评论

专注-聚焦：巴菲特的喜诗糖果和可口可乐都是所谓高溢价成交，他并没有吃亏，相反还占了大便宜。sosme的前期成功经历很宝贵，不过其后的反思却值得商榷。现在看来sosme形成了另一种操作体系，虽然也会赚大钱，但离巴菲特和查理·芒格的境界却更遥远了。这也是投资人多样性的一种表现。贵州茅台是贵州茅台，白酒业是白酒业，很多人把这两个东西混为一谈。

东博老股民：粗粗看了下，这个动态再平衡其实就相当于资产配置概念，在不同的投资品之间进行动态配置，以达到安全有效的投资收益。这样做的好处是收益曲线比较平滑，不会大起大落。

WasteHouse：回复@**东博老股民**：在资金比较多的时候可以采用这样的保守策略，资金不多的就没必要花心思平衡了，还是要找出合适的标的，在合理价位，重仓之。

黄浦江水货：我不赞同神话任何人，当然还有任何股票及公司。大家都是人，把别人当神的人，实际上没把自己当人。

周年洋：真正的投资者是有独立思考意识的，不盲从任何人。

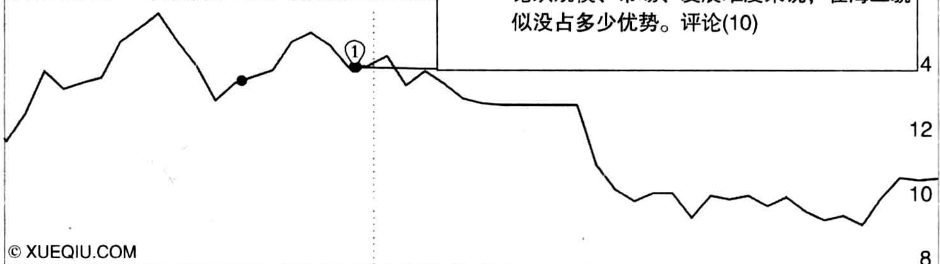
散人：干货文章，“中巴”[1]只知道喊口号，没认识到一个基本的事实：绝大部分人对企业的判断是不正确的，因此认识到自己的判断有可能错误，通过配置来防范风险，至少能让自己在金融市场里生存下去。

① 中巴，对那些号称“中国巴菲特”人士的简称。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



参考资料

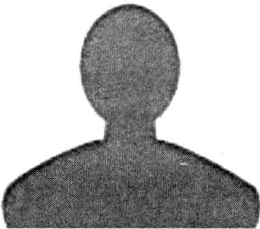


个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

翟敬勇：仅仅依靠技术分析，必然穷途末路

采访者：@朱晓芸



zhaijingyong88

广东 深圳

股票35只 讨论118条 粉丝2054人

经常讨论：贵州茅台，雨润食品，五粮液

认证：榕树投资总经理翟敬勇

背景资料

初识翟敬勇是在2010年7月，我们一起去一家江苏的医疗器械上市公司调研。在去程的飞机上我们几乎聊了一路，从阿胶的驴皮到马应龙的肛肠医院，把中药老字号企业聊了个遍。笔者发现翟敬勇是数据派，每说到一家企业时，他几乎都能很清楚地列举出一堆数据来，这让笔者以为他有理科背景，后来知道不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是，心下颇为佩服。

约好翟敬勇访谈是在一个周四的上午，出发前与他确认了一下，得知他的公司在2011年底搬到了另外的地址。想起隐约听到传闻说他的榕树投资做了一次重组，股东有较大的变更，依着迁址这件事情来看，重组应当属实。当然，初始搭档们的分分合合在私募资产管理行业不是什么新鲜事，毕竟与利益紧密相关，很多时候还不是蝇头小利。能够像巴菲特和查理·芒格那样一路走下去的，实在是少之又少。

一走进翟敬勇办公室便看到角落里堆着几件户外的行李，他说下午两点要出海进行帆船训练，过阵子要去三亚打比赛。我连说真是羡慕，这种状态恐怕也只有价值投资者才能拥有，交易型选手们很少会在开市的时间离开电脑。他说投资的目的是让生活质量更高，牺牲了生活陷入反复的追涨杀跌中去，就是本末倒置了，他很满意目前的状态。

主要观点

1. 当时有个错误的倾向，认为价值投资就是持股不动，长期投资。现在我认为价值投资是用4角钱买1元钱的东西，高估的时候该卖还是要卖。

2. 坚持价值投资最大的困难来自于市场的干扰和内心的认识能力，包括对情绪的把控。

3. 做逆向投资，企业的质地是我们真正要去关注的，低的价格并不是最重要的。也就是说，企业第一位，价格第二位。

4. 我认为对一个行业没有5年以上的跟踪，不能说对这个行业有了解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一波三折从业路

● 问：您是什么时候入行的?

● 答：我是1997年入行的，当时在湖北证券营业部做分析师，半年后被炒了鱿鱼，之后去国泰君安做了2年证券经纪人。后来听朋友说深圳是中国的“华尔街”，于是2000年3月就怀揣着2200元来到深圳，希望能通过投资来实现人生梦想。但刚开始并不那么如意，找不到与投资相关的工作，钱又很快花得差不多了，为了生存在深圳关外谋得了一份发电机配件销售的差事。工作的第3个月，就做到了全公司销售第一名，当时认为自己是销售天才。因为是销售天才，所以很快赚到了人生的第一桶金，金额是5万元，大概用了半年多一点的时间。2001年我转战到关内，在通达信网络有限公司找到了一份工作，这家公司是做网上交易技术服务的，目前大部分券商用的都是它的系统。在通达信我尽管做的还是销售，但总算是跟投资沾上边了。

● 问：怎么找到通达信工作的? 在那儿的情况怎么样?

● 答：我当时抱着一大摞自己画的股价技术分析图纸去人才市场找工作，通达信负责招聘的人看了看我的图纸，二话不说，让我第二天就去公司报到。事后知道，他们当时一看图纸就认定我是技术分析高手，既然是高手，就不用面试了。在通达信工作的那段时期最大的收获是人脉。我每天背着公司的笔记本电脑和投影仪去各家证券公司路演，宣传技术分析的理念和方法，跟各家证券公司的工作人员和大户们都搞得挺熟。认识的人里包括当时在大鹏证券工作的但斌，还有其他一些现在做得很出色又很低调的人。

● 问：看来早期不少的技术派选手是被你们教育出来的，后来为什么离开了通达信?

● 答：是的，当时技术分析是绝对的主流。在通达信的工作进展其实还不错，不过后来家里发生一些变故，母亲去世了，要回老家治丧。那期间发生了一些事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



情，让我去思考是不是要继续做销售工作，毕竟销售靠人脉，而人脉资源的变数其实是很大的。思考的结论是回到最初的愿望，要做投资，因此离开了通达信。当时刚好海通证券营业部在招分析师，我就加入海通干起了在湖北时的老本行。从做销售转做分析师最大的影响是收入巨幅下滑，从万儿八千一下回落到3000元每月。但为了能走到投资的正途上来，当时也并不太在意。

● 问：去海通之后的情况如何呢?

● 答：我在海通工作的时间也不算长，2003年辞职跟朋友在营业部搞了个投资工作室，帮大户们做股票，这是当时比较流行的做法。后来由于跟朋友观点相悖，理念不一，合作得不太愉快，就散伙了。在那之后我加入了一家叫珞珈的投资咨询公司做研究，当时那家公司还是小有名气的。

像榕树一样稳健成长

● 问：什么时候开始筹备成立自己的公司? 为何取名为榕树投资?

● 答：2004年但斌和钟兆民成立了东方港湾，受他们的影响，我从2005年的时候开始慢慢地想从珞珈出来了 。2006年4月，在但斌的帮助下成立了榕树投资。在取名时首先我跟合伙人们定调是要选树种，一来树给人的第一印象是活得长，与价值投资比较契合；二来海外有红杉基金、橡树投资等，运作得很成功，我们也想向它们靠近。当时想了两个名字，一个是榕树，一个是银杏，因为榕树在福建、广东是常见植物，本身不惹眼，并且感觉是稳重和能扛风雨的，就确定下来叫“榕树”。

● 问：说说榕树投资的情况吧，2011年好像做过一次重组?

● 答：是的，2006年成立公司时市场已经开始升温了，容不得我想太多，先把事情做起来再说。在这个背景下最初选择合作伙伴时没有太多考虑，合伙人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



之间也没有充分磨合过。几年下来问题越来越突出，大家目标理念的差别实在太大，“道不同不相为谋”，于是2011年的时候解除了合作关系，并且重组了公司。我跟我的新合伙人之间配合得不错，做到了在感情和协作上互相支持，在价值理念上高度一致。例如我们都坚持不去投违反人类普世价值的公司，像归真堂这种。

从管理资产规模的角度看，“榕树”其实一直是个比较小的私募基金，最高峰时的规模也只有5个亿左右。不过我们并不一味追求规模，把现有客户的资金做好才是第一步要考虑的。

● 问：这些年的投资回报如何，其中最满意的一笔投资是什么?

● 答：由于公司做的都是专户管理，资金来来去去的不好统计，说一下我个人账户的情况吧。我自己有3个股票账户，其中2003年9月开始的A股账户至今12倍，2004年开始的B股账户15倍，港股账户2007年3月至今4倍左右。最满意的一笔投资当然是贵州茅台。其实贵州茅台2001年上市时就买了点，是给营业部的大户买的，一买就跌，大户很生气，就全部割掉了。到2004年的时候，贵州茅台已经慢慢走强了，我大概在当时每股28~35元的价格开始买，之后一直做红利再投资，这么下来按现在股票的成本价格在5元左右。

● 问：印象最深的挫折经历又是什么呢?

● 答：最大的挫折还是在走上价值投资之路后所付的学费。当时有个错误的倾向，认为价值投资就是持股不动，长期投资。现在我认为价值投资是用4角钱买1元钱的东西，高估的时候该卖还是要卖。巴菲特不卖的主要原因是税收，其次是他的名望所在，他卖了可能对公司有不利影响。最近季度的持仓披露，我们可以看到他也是经常买卖的。如果东西本身值1元钱，目前标价4角钱，4角钱买了1元钱卖掉有什么错呢? 当然买一个好企业可以忍受它短期股价的高估，未来是不确定的，优势的企业会带来更大的惊喜。

● 问：长时间拿住一家公司的股票真不是容易的事，您是怎么做到的?

● 答：拿住股票确实不容易，一个基本前提是要对行业和公司有很深的理解。对于认同价值投资的人来说，拿不住股票的原因通常不是理念不够先进，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是没有看清楚事物的客观规律。另外也要了解公司管理层的想法，过去几年我对贵州茅台业绩的预测跟公司最终披露的非常吻合，我跟管理层就像朋友一样。再比如，我跟步步高集团董事长段永平聊得比较多，他买苹果的股票，我也买了，他快翻倍了，我却只赚20%就卖了，这背后的原因就是对行业的理解和积累。

从铁杆技术派到纯粹价值派

● 问：每个人在投资过程中都会经历思考和转变，能具体谈谈您的吗?

● 答：我在最早入行的时候是自己画技术图表的不折不扣的技术派。1997年我跟我哥借了2万元钱做股票投资，完全依照技术分析的思路做股票，3年后2万元变成了5000元。这件事情给我很深的触动，心想我在技术分析上那么用功而且水平也还可以，为什么还会输成这样?

另外，我也注意到，虽然我认识的人不多，但其中做技术分析的有钱的很少，而基本面投资派中身家上千万元的很多。我隐约感觉到技术分析可能赚不到钱，别人能不能赚到钱是别人的事儿，但自己也赚不到，因此萌生了转做基本面分析的想法。当时的计划是用3年时间去学习基本面研究，完成转型，那个时候刚好但斌也在人生的低谷中，同样在转向价值投资，我们两人的交往从那个时候开始变得比较紧密了。

不过老实说，在最初我们还是抹不掉技术分析的痕迹，试着用基本面结合技术面，就像现在有些人说的巴菲特结合索罗斯，但后来发现还是不适应。2003~2005年期间，用基本面结合技术面来做决策吃了很多亏，2005年时就彻底放弃了技术分析。在彻底皈依到基本面投资之后，我帮助哥哥做投资，从不到10万元的本金做到现在接近100万元，算是连本带息地还了当年的欠债。其实用自己的能力帮助亲朋好友实现财富自由，本来就是我选择投资行业的一个目标，现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在也算是实现了。

● 问：除了帮助亲友实现财务自由外，选择投资作为职业还有其他什么原因？

● 答：这个原因是在不断变化的，1997年的时候纯粹是为了赚钱，但在从业的过程中慢慢地打心底里喜欢上了这个行业。做技术分析师时，经常给大户上课，看着他们敬仰的眼神觉得很有成就感，而技术分析本身也是很有挑战性的。再之后就不需要原因了，因为投资已经变成了生活的一部分。

● 问：过去这些年对您帮助和影响最大的人是谁？

● 答：带我入门的是但斌，影响最大的是巴菲特。我虽然很早就知道了巴菲特，但深入研究他却是从2005年才开始的，2005、2006年时把能找到的所有巴菲特写给股东的信都看了三五遍，知道了为什么在这个行业他能够这么成功。后来又萌生了去奥马哈见见他老人家的想法，2011年去了一次，2012年还要去，未来有时间每年都要去。他是神，真的是神。我希望他能活到100岁，这样我可以多向他学十几年，有他带路可以少走很多弯路。

● 问：2011年从奥马哈回来后有什么启发？

● 答：参加巴菲特的年会给我很大的震撼：第一，看到巴老和芒格两个80岁高龄的老人，喝着可乐，在现场有礼有节地回答问题，我就想我怎么才能达到那种状态呢？第二，两三万人一起参加这个聚会，很多人是携家带口去的，是个什么样的感觉。如果我们做一个公司什么时候能有这种聚会？想想这两位老人是用什么办法把大家聚在一起的呢？我在那个时候才真正理解了什么是价值投资，价值投资就是生活的一部分、是一种乐趣。从奥马哈回来之后，我很坚定地重组了公司，找了些志同道合的人一起做事情。

● 问：坚持这种投资方法最大的困难是什么呢？

● 答：最大的困难来自于市场的干扰和内心的认识能力，包括对情绪的把控。步步高集团董事长段永平可以很潇洒地天天去打高尔夫，挣了很多钱，我现在还没办法做到这么潇洒，只能天天像卖菜一样。不过总的来说，这种方法比其他流派还是好很多，其他折腾来折腾去还亏钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：关于逆向投资，不知您怎么看待比尔·米勒[①]的事情？

● 答：2008年我跟几个朋友讨论过这个问题。当时比尔·米勒押注花旗集团和雷曼兄弟，巴菲特押注富国银行集团和高盛，前者倒闭了而后者赚了大钱。比尔·米勒是做垃圾股发家的，人会有路径依赖，他过去屡次都赌赢了，这次依然是在赌，虽然这个下注不是没有道理，但没想到美国政府真敢放弃雷曼兄弟。而花旗集团过去那些年分分合合，并没有形成强大的企业文化，你无法想象逆着大势去赌这种公司的风险有多大。巴菲特的那两家公司，富国银行集团是他很久前就持有的，高盛的文化巴菲特也非常了解，他关注了40年，一旦有机会，就下重注。

做逆向投资，企业的质地是我们真正要去关注的，低的价格并不是最重要的。也就是说，企业第一位，价格第二位。在A股市场也有很多人愿意做垃圾股，但我不做。在20世纪90年代的时候我买过100股粤金曼，后来公司消失了，另外一家公司深金田也是这样的情况，虽然我买的少损失不算多，但教训是深刻的。

我们是运动员而不是教练

● 问：您几年前出版过一本名为《寻找伟大的企业》的书，纪录了大量上市公司的调研和会议资料，谈谈您对上市公司调研的看法吧。

● 答：我的调研经历是从在珞珈投资工作时开始的，当时用一年的时间跑了110家上市公司，几乎一直在路上。我的习惯是在调研之前尽量多看资料，准备好问题清单，调研完当晚把纪要整理出来。那会儿经常是两三点钟睡，六七点钟起来，因为在做自己喜欢的事情，不但不疲倦反而觉得很幸福。调研时我通常会

① 比尔·米勒，美国著名投资人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关注公司战略发展方向、风险点、管理层是否对公司现状有清晰的认识等。当然管理层所言是否属实只能以观后效，一开始姑且认为他们说的都是真的，半年之后再去审视。另外，在调研中我会刻意保持跟管理层的距离，不然不容易客观理性。我把你当朋友看我就不会问不该问的事情，你把我当朋友看就不会告诉我不该告诉的事情。信息批露需要遵守一些法律法规，我们的信息来源主要还是公开信息，不搞内幕消息。

● 问：您已经有了这么多年积累，现在还需要那么勤奋吗?

● 答：还是需要的。我们要对自己定好位，我们是运动员不是教练。教练不用天天练，运动员每天都需要刻苦训练，不管是姚明还是林书豪。有句话说：成功是1%的灵感+99%的汗水，在投资里1%是理念，而这99%的汗水是谁也替代不了的。

● 问：谈谈您比较擅长的行业吧。

● 答：我认为对一个行业没有5年以上的跟踪，不能说对这个行业有了解。我跟踪贵州茅台这么多年，到2010年才敢说了解了白酒行业。所以我还不敢说哪个行业是我“擅长”的，只是酒精饮料这方面算是有一点认识吧。我曾经想扩展到金融、保险、银行，但目前觉得看不懂，还是先退回来了。除此之外，地产懂一点，能源和煤炭也懂一点，2009年开始花了3年时间来了解医药行业，也有了一些感性的认识。现在想去看看TMT（科技、媒体和通信——编者注）。

● 问：简单说说酒精饮料吧。

● 答：贵州茅台和五粮液当然是最好的，古越龙山我也买了一点，最近把青岛啤酒和张裕从组合里剔除出去了。剔除张裕的原因是我和身边的朋友都不喝它的酒了，事实上整个红酒行业我都Pass掉了。

● 问：为什么看好古越龙山这种黄酒企业呢?

● 答：我认为中国的饮食文化不会改变，无酒不成宴，喝酒是个气氛。然而随着人们保健意识的增强，未来的趋势会是少喝酒、喝好酒，不会再像之前的人那样拼酒。黄酒的保健作用是有的，而且也是国粹，过去尽管只在江浙地区比较流行，但应该是能够慢慢做到全国化的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



性格剖析、未来展望与切实建议

● 问：您认为成功的投资人需要具备哪些品质？您的性格中有哪些有利的因素？

● 答：诚实、正直、守信，最主要是正直，我们公司的文化就是要求每个人都要做到这几点。另外乐观也很重要，不是乐观派哪敢在4角钱的时候买东西。上面几条我认为我都具备，另外我自认为还有一个优势，就是和别人的交往很容易获得对方的信任。

● 问：那么，您性格中的不利因素是什么呢？如何克服？

● 答：我最大的缺点是刚愎自用，听不进反对意见。比如我以前很喜欢华侨城，如果有谁说华侨城不好，我就会跟他急。刚愎自用的后果是会一厢情愿地去维护一些本来可能未必正确的东西，这就违反了价值投资的客观理性。怎么克服这些不利因素很简单，亏钱了，大家不理你了，自然就会想办法去克服了。人一定要摔跤摔得很惨，才能明白哪些事情是不对的。

● 问：可否谈谈对我们国家未来的一些宏观看法？

● 答：在我们有生之年，中国可能都会在价值链的中低端。当然我对未来还是很有信心的，前途光明、道路曲折，只是中国曲折的程度可能会比较高。我之前可能有些悲观，不知道出路会在哪里，但现在没那么悲观了，因为有微博，微博就是希望，微博会救中国。

● 问：您对微博的评价这么高，有没有买一点新浪的股票？

● 答：微博是好东西和新浪值得投资是两件事，因为微博好就去买新浪，不是很傻吗？微博还没赚钱，新浪又那么高估值，为什么要买呢？国内投资人喜欢看到事件性的机会去投，真正的价值投资是所有要素都具备了才投。我在新浪跌到48元的时候也曾经想过要买一点，但最后还是说服不了自己。

● 问：给个人投资者一些建议吧，请区分老、中、青三代人。

● 答：年轻人要好好学习。走我们的老路，先打好基本功，拿点小钱去尝试，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可以学技术分析、趋势投资，可以跟庄，这些我们都干过。只有在试过、对比过之后，才能找到一个最适合自己的。中年要养家糊口了，就别去盲目试了，长期持有一些耳熟能详的好公司或是投资指数都行。最好是投指数，因为最终指数是要向上的，肯定比把钱放在银行要好。我不主张老年人自己进行投资，股票总归是波动的，年老了要保重身体，尽量健康快乐地多活几年，在资本市场折腾恐怕不利于身体健康。有钱的话可以考虑委托专业机构做家庭理财信托，为下一代锁财。

● 问：哪些公司值得中年人长期持有，并足以养家糊口?

● 答：这个有很多，像贵州茅台、五粮液、同仁堂和中国神华这些，放10年都可以高枕无忧的。事实上我们投的大部分也都是这种消费、医药和能源行业的，不依赖于政治与环境的公司。

● 问：可以推荐一些好的读物，书籍或是杂志?

● 答：巴菲特每年的《致股东的信》是最好的读物，另外所有从不同角度阐述和分析巴菲特的书籍都可以看，包括《奥马哈之雾》。我自己目前最爱读的书是《穷查理宝典》，它更多地教我怎么做人。到了我这个年龄，更重要的是如何规划人生，如何给自己做减法了。

雪球用户精彩评论

renjunjie：巴菲特之所以长期投资是因为税收问题（这样说的一个潜台词是：我国没有资本利得税，因此可以考虑不做长期投资），这个观点听到不止一次了。我们的看法是不同的（也许我们是错的）。巴菲特曾经说过即使没有税收问题，他还是会选择长期投资。因此，说税收是长投的“主要原因”是不准确的。（当然，投资者根据自己好恶做怎样的选择是另一回事。）

狮子王和阿甘正传：惭愧啊，我是2006年做A股，到2011年才彻底否定技术分析的。有个邻居从2005年的200万元做权证和股票到2008年的1个亿，他就是在大户室里看盘做的。所以我误以为在技术面和看盘中有快速赚钱的法宝，跟着学了几年。最后终于醒悟，赚钱的法宝不在于此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大道无形我有型：翟敬勇能到今天确实不容易，也很了不起。感觉翟敬勇对投资的理解还有些教条主义，还没有到骨子里，或许时间可以弥补，多关心些投资以外的东西或许也能有帮助?

香飘两岸：回复@**大道无形我有型**：功夫在诗外？对教条主义也还不能理解。一开始还是原原本本学巴菲特更安全点，不容易走偏。越发觉得要真正了解一个公司太难了。接触几家准备上市的公司，未打扮的模样质量差别很大，但最后包装出来的样子可能差不多，那些老总的能力、气度、管理等其实是差别非常巨大的。要对他们了解到自己就是老板那样，将来上市后有低价才敢压重仓。

大道无形我有型：回复@**香飘两岸**：呵呵，很多人问我为什么巴菲特不投高科技而你却投了很多，我说其实我也不懂高科技，但我看懂了网易，看懂了苹果。我投苹果时脑子里绝对没想起巴菲特那些不投高科技的说法。投资投的就是企业的未来现金流，其他的所有说法都是围绕这点去的，忘了这点就很容易掉进教条的陷阱。

朱晓芸：回复@**大道无形我有型**：是呀，所以其实本没有什么“价值”和“成长”的区别，核心是公司未来能产生的现金贴现过来的内在价值与目前市场价格孰高孰低，以及内在价值本身是否能与日俱增。

翟敬勇答雪球用户提问

卢山林：**@zhaijingyong88** 请教翟总，贵州茅台的直营店规划越来越清晰，如何判断未来的直营店开店速度？能否谈谈贵州茅台现有的直营店、集团的直营店状况?

zhaijingyong88：贵州茅台管理层决定开直营店，主要目的是为了平抑过大的批零差价。只是目前的权益之计，2015年以后贵州茅台的销量上到2万吨以后批零差价就缓和了。2005年以前，贵州茅台的批零差价是有十几元钱。随着网络购物的成熟，贵州茅台未来可以直接网上销售了，且贵州茅台已经在尝试网络销售了。

申文风：对**@zhaijingyong88** 说：请问如何看待白酒在80后、90后中流行程度不高对贵州茅台估值的影响?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



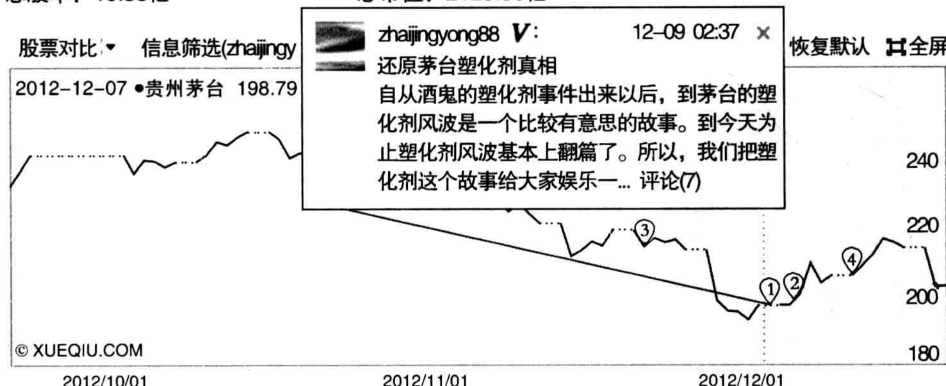
zhaijingyong88：恰恰相反，20多岁的小伙子也需要借着酒胆来展示自己的阳刚。我20岁的时候，也想喝贵州茅台，可是没钱啊。等他们有钱了就会消费了。就像张五常先生说的，长期买假LV包的女士，一旦有钱了，她会立马去买真LV。

参考资料

贵州茅台(SH:600519) 买卖 ✓已关注 取消

￥204.72 +0.140 (+0.07%) 2012-12-25 15:05:00(北京时间) 实时行情

今开：202.90	昨收：204.58	最高：206.87	最低：201.22
成交量/平均：595.34万/497.09万	成交额：12.19亿	52周最高：266.08	52周最低：170.90
市盈率LYR：24.25	市盈率TTM：18.20	每股收益：8.44	每股净资产：26.81
总股本：10.38亿	总市值：2125.36亿		



个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

王小刚：能力圈内寻找成长超50%的公司

采访者：@王吉陆

wxgsh

上海

股票9只　讨论21条　粉丝1393人

经常讨论：贵州茅台，新浪，汤臣倍健

认证：上海鼎锋资产合伙人、副总经理王小刚

背景资料

王小刚是雪球的老用户了，早在2011年11月，他就在雪球发出了第一条消息。2012年5月，他和一些雪球用户一起去奥马哈参加伯克希尔年会，自此才跟我们熟识起来。

去奥马哈之前，他有一个疑问，即自己所坚持的成长股策略跟巴菲特的价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资怎么结合。对于他来说，这一趟既是学习，也是朝圣。

在奥马哈，他和巴菲特的距离最近时只有1米不到，完成了朝圣的同时，疑惑也得到了解答：成长股投资是巴菲特后期的主流投资策略。他在雪球写这一趟的感悟时，引用了1989年巴菲特《致股东的信》："以一般的价格买入一家非同一般的好公司，要比用非同一般的好价格买下一家一般的公司好得多。"1990年《致股东的信》："这种投资方法——寻找超级明星股——给我们提供了走向真正成功的唯一机会。"而超级明星股的重要特征就是：持续的赢利增长前景。对此王小刚总结：这不就是我们所说的成长性吗?

奥马哈之行的另一个收获是他更明确坚守能力圈，"上市公司很多，机会也很多，我们不可能把握所有的机会，我只把握我自己能把握的机会"。

这就构成了他的投资理念：在能力圈内寻找未来成长速度超过50%的公司。

王小刚1992年开始炒股，2009年底加入鼎锋资产担任合伙人、副总经理，2012年7月笔者去采访他时，他从事私募两年半，手下管理着2只基金：鼎锋8期、鼎锋4号，过去一年来在可比的763只私募产品中分列第1名及第2名（截至7月5日好买基金网统计数据）。

主要观点

1. 成长股投资也是价值投资的一种。

2. 上市公司很多，机会也很多，我们不可能把握所有的机会，我只把握自己能把握的机会。

3. 我不太相信通过精准地建立模型来估值，我觉得不靠谱，因为假设因素太多了。

4. 对我来讲，重点方向是生活中凭常识能有个大致判断的行业和公司，因为我们首先是个消费者。

5. 最大的就是投资理念，股价长期来讲是跟基本面挂钩的，但我用了10年才坚定这个道理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



跟彼得·林奇学习成长股投资

● 问：您是什么时候开始进入投资这个行业的?

● 答：1994年从中央财经大学毕业后开始正式做投资。先是在美的集团待了两年，1996年到国泰证券深圳分公司，1999年国泰、君安合并后先后在自营和资产管理部工作了6年，2005年离开国泰君安；2006~2009年在国元证券自营部工作；2009年底加盟鼎锋资产。到现在严格来讲是从业18年，不过炒股票是从1992年大二时就开始了，也可以算是20年的经验。

● 问：在投资上，对您影响或帮助最大的人有哪些?

● 答：我工作以来的几位部门直接领导对我帮助都很大，这些直属领导水平都很高，领导的投资思路潜移默化地影响了我。我们都是属于所谓的券商派，券商自营出来的一个特点是持股集中、自下而上、精选个股中长期持有，一般持股周期少则几个月、多则几年这样的时间跨度。

理论上对我影响最大的还是彼得·林奇，1991年我读了他的《战胜华尔街》，这本书我看了很多遍，启发了我选择高成长股票的方向和方法，如选择在日常生活中有感受、有理解的公司，比如说他提到一家丝袜生产公司的股票，此股票就是他在逛街中发现并投资的。当然这只是第一步，后面还要判断这家公司是不是有投资价值。彼得·林奇的方法对我帮助很大，后来我选的股票大部分跟消费类有关。

当然这也可以归到巴菲特的能力圈原则。2012年5月跟雪球用户一起去奥马哈，从美国回来以后，我觉得能力圈原则是我最大的收获。

彼得·林奇对我影响最大，接下来是巴菲特和查理·芒格，他们也是极强调能力圈原则的。另外，查理·芒格说的以合理的价格买入优秀的公司，实际上也改变了巴菲特。

● 问：您什么时候开始接触到巴菲特和查理·芒格的投资思想?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：要晚一些，因为他们的书系统性的不多，彼得·林奇相对系统些。1991年我在看彼得·林奇，到了2004年我很迷茫的时候，也继续去翻他的书。巴菲特和查理·芒格我此前接触过一些，但如果说系统性的，还是这一次去奥马哈，前前后后仔细地理了一遍。

● 问：您刚才说2004年还很迷茫，那从什么时候开始觉得自己比较坚定了呢?

● 答：真正稳定下来还是2004年左右，我坚定地树立了从基本面去选股的理念。我理解的价值投资第一步是从企业的基本面入手，1996年我虽然开始重视基本面调研，但是经历了琼民源、东方电子、环保股份、银广夏这些股票以后，对价值投资、基本面投资又有些怀疑，一直在反复。到了2003年、2004年的时候，当时在国泰君安的一批优秀的同事，自下而上精选了贵州茅台等个股的投资策略非常成功，启发了我还是要踏踏实实从基本面去选股。

● 问：那是通过什么方式梳理呢?

● 答：一是看彼得·林奇的书，再一个是跟国泰君安资产管理部的同事交流学习怎么从基本面去选股，很有收获。

奥马哈之行的收获：成长股投资也是价值投资

● 问：这一次您是出于什么样的想法去奥马哈的?

● 答：做投资要做到老学到老，2013年我40岁，所谓“四十不惑”，但我现在确实在投资上还有很多疑惑，我想借“朝圣之旅”把投资理念、方法和策略再系统地梳理一遍，好减少些困惑。另一方面，巴菲特2012年82岁了，这样一个人物是几百年才会出现一个的，理论上做投资因为相对分散，不太可能成为前几名富豪的，但巴菲特做到了。还有一个原因是我看巴菲特的视频，发现他是一个特别快乐的人，这点我特别羡慕及想学习。正好做了私募，时间上相对自由，所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以就想抓住这个机会去看看。

● 问：去一趟下来有什么样的收获?

● 答：主要有两个：第一，肯定了成长股投资也是价值投资的一种，也是巴菲特1973年以后的重要投资策略，过去我们说价值投资老是强调买得便宜，强调安全边际，实际上巴菲特买可口可乐的时候市盈率大概十三四倍，比市场的平均市盈率高30%，这个股票的投资策略就已经不是买便宜，而是买成长， 成长股策略也是巴菲特用实践来证明的成功策略。我觉得估值是否便宜是说不太准的，10倍、20倍、30倍市盈率合理与否说不清楚， 我只要咬定持续高成长的上市公司，在利润成长、假设估值不变的情况下，我主要赚利润成长的钱。

第二是能力圈的聚焦，股东大会上巴菲特回答了很多问题，我最关注的只是一个能力圈。 庄子说：“吾生也有涯，而知也无涯，以有涯随无涯，殆已。”上市公司很多，机会也很多，我们不可能把握所有的机会，我只把握自己能把握的机会。遵循能力圈的体现就是股票数量先不要太多了，投资集中于少数自己熟悉的股票上。

● 问：但这跟彼得·林奇的做法就有所差别了，他关注很多股票。

● 答：彼得·林奇因为后期的规模有200多亿元，有流动性的问题，所以股票很多。我觉得彼得·林奇的做法会把自己搞得很累，他把绝大部分时间花在工作上。他开玩笑说隔两个星期回家的时候，几个女儿都不认识了，要靠女儿自我介绍才知道谁大谁小，这当然是开玩笑，但他后来早生华发，1977年做基金经理，1990年就退休了，那时候他才46岁。

巴菲特选的股票不多并且放得时间很长，所以可以做到80多岁，又做得很快乐。我们可以博采众家所长，研究股票用彼得·林奇的方法，选高成长、生活中能感受、凭常识能判断的，但操作策略上可以集中，可以聚焦几只股票，工作相对轻松，不用整天去挖掘新机会，也不用冒新的风险。另外目前我们的规模不大，我管理的规模不超过两个亿，10只左右的股票足够了。

多一只股票有些人会觉得多了个投资机会，我觉得也多了一些投资风险并且可能自己还不知道，同时也降低了对目前持有的老股票的关注度，因此我有些抵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



制往我的组合里面增加新品种。

判断公司成长型的3个要素

● 问：如何用一两句话来描述您的投资理念?

● 答：依靠高成长公司动态价值的不断提升，获取长期较高的复合收益率，这应该算是我的投资理念。投资策略上是自下而上精选复合成长超过50%的股票，选定之后长期跟踪，中长期持有。

● 问：说到高成长，判断一个企业在未来是否有确定、持续的成长空间，您主要考虑哪些因素?

● 答：主要看3点：首先看行业增速，行业是不是持续、稳定地发展，是不是会有20%~30%的复合增长；第二是看公司增速，看公司在行业里面的竞争实力、江湖地位，增速是不是高于行业平均水平；第三是看管理层人品是否可靠，眼光是否长远，管理是否到位，境界是否足够高。

● 问：管理层怎么判断呢?

● 答：多调研、多接触。日久见人心，第一次可能没法判断，但多接触几次，时间久了就知道管理层的人品、能力和眼光了。

● 问：那您如何给公司定价呢?

● 答：我不太相信通过精准地建立模型来估值，我觉得不靠谱，因为假设因素太多了。长期来讲，公司价值是现金流的反映，这个理念我认同，但现金流也很难算，所以我个人认为估值只要在大方向上判断是否过高或过低就OK，不必精准地去计算。芒格不也开玩笑，从来没见过巴菲特用计算器算过公司价值。

● 问：那大方向上您怎么把握呢?

● 答：简单地来说成长股，未来几年预期每年利润有50%以上的高成长的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



话，市盈率30倍以下就不贵，30~40倍可以接受，到了40倍以上就要小心一点了。假如50%以上的成长率，市盈率20多倍，我觉得就还算便宜，相当于PEG[①]在0.5。但PEG也是个大概，如果20%的成长、10倍市盈率，或100%的成长、50倍以上的市盈率，这样的0.5倍PEG对我来说意义就不大，一个是成长速度可能导致风险，另一个是系统性风险也没法通过成长来回避。

以苏宁电器为例阐述投资决策过程

● 问：过去的投资中，您如何发现投资机会?

● 答：根据自己的生活和经历来发现：比如说苏宁，我在美的呆过，这很关键，它是美的的下游；另一个如汤臣倍健，因为我们家里人吃安利产品，我也经常吃，所以大概会有印象和结论；再一个比如酒，我想大多数人都能了解中国的酒文化，我的组合里酒占的比例也很高；还有消费电子，我们不一定用苹果产品，但肯定都知道iPhone、iPad，苹果产业链上的公司去梳理也会发现一些很好的公司。

对我来讲，重点方向是生活中凭常识能有个大致判断的行业和公司，因为我们是投资者之前首先是消费者。

● 问：从发现机会到最终实现投资，您的决策流程是什么样的?

● 答：积极跟踪，耐心等待。按刚才说的3个要素去研究跟踪，行业的上下游公司都先了解清楚，比如说歌尔声学股份有限公司，我们研究员调研了五六次，我也去过几次，研究的过程一般会持续几个月才能确定这只股票是否适合投资。当股票定了后看价位，有时候正好价位合适就很快买了，有时候价位太高就

① PEG，指市盈率相对赢利增长比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要耐心等待，如汤臣倍健是目标确定后等了一年才等到合适的价位，歌尔声学等了近半年才开始买入。

● 问：买入之后，卖出的时间点您是怎么选择的？

● 答：说老实话，优秀的高成长股不会太多，其实很少，找到一只优秀成长股也不太容易。因此对高成长股我倾向于长期跟踪但暂时不会长期持有。我会做波段，原因首先因为我们是公开产品，有个净值的波动平滑问题，不能全部随着市场去沉浮，不然净值大幅波动客户会有压力并且会传导过来。但实际上做波段不会有太多的正贡献，甚至目前客观上还降低了收益率，但我仍然坚持做的目的就是为了起到平滑净值的作用。

我现在的产品鼎锋8期和4期净值还在1.17~1.18元左右，客户的承受能力相对有限，如果将来净值在两三元钱的时候，随着客户心理承受能力的增强，我这边持有的时间应该更长一些、波段会少一些。另外，因素跟估值有关，价位过高，我就拿得少一点，但不会不拿，还是会继续跟踪。

跟踪过程中若发现管理层不诚信时，就什么都不看了，赶紧卖掉。管理层不诚信的公司我们无法判断和跟踪。另外如果行业已经有拐点了，比如家电连锁在2009年的时候已经有拐点了，电子商务迅速崛起，这个行业不可能有高增长了，那就不做了。

● 问：对于价位是不是可以这么理解：比如说市盈率已经达到40倍了，您就会卖出一部分，但继续持有、继续跟踪？

● 答：40倍以上我会警惕，有可能会降低比例，然后持续跟踪，说不定等几个月或半年之后，估值又合适了，那再加仓位，反复波段操作。

● 问：到现在特别满意的投资个案有哪些？

● 答：最满意的是苏宁电器，2004年开始跟踪，2007年放弃，跟踪期间上涨了近20倍；近一年来的汤臣倍健、歌尔声学、酒鬼酒等也感觉比较满意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



识别“伪成长”：多调研+在能力圈内投资

● 问：您认为投资中的风险主要是什么，您之前说的“伪成长”怎么识别?

● 答：“伪成长”就是说预期的成长没有实现。要识别就是要前期多调研、多研究，提高对行业的认识，另外一定要在你有把握的范围里面，比如说高科技的东西，我们大部分人就判断不了。

● 问：调研时，您最关注哪些方面?

● 答：还是刚才说的3个因素，这个调研不是说只去公司，公司只是一小部分，外围的调研更重要，行业上下游、业内地位都要看，比如说要看苏宁电器肯定要看国美、百思买；看汤臣倍健，肯定要看安利。公司成长的持续性要通过调研去验证。

● 问：您个人的能力圈在哪些行业?

● 答：我们在成为投资者之前，首先是普通的消费者，所以对消费电子（如手机等）、对健康的需求、对喝酒的需求，这些都是我们能感受到、通过常识能判断的，具体点就是目前说的大消费领域。

● 问：投资这些行业的公司时，您觉得要关注哪些因素?

● 答：行业空间有多大这个很关键，舞台有多大会影响公司的估值和增长空间。比如说保健品行业，我是很看好的，我现在40岁左右，偶尔吃，我父母就是天天吃。你现在还年轻，不会吃，但过个十几年，首先你会给父母买，其次给自己买，这个行业空间会很大。

第二个，行业好的情况下公司自己能不能做起来，所以还是要找目前已经有一些行业地位的，历史已经证明它有能力、已经做好的公司。

● 问：如果一个普通个人投资者向您请教，您会给他什么建议?

● 答：我会建议他要有理财意识，要积极地做投资。但我不建议普通投资者自己做，因为要做得好很难。比如说我们做的调研、跟踪，需要花大量时间和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



精力，个人投资者很难做到。另外一个我们做了那么多年，有非常多的经验和教训，个人投资者是没有的，对风险的鉴别和控制能力是需要多年的实践来积累的。我觉得从私募基金里挑选一批能力也不错、人品也不错的，可以跟他们一起成长，因为据我了解很多私募基金经理是把投资当做一个终身的事业来做的。

● 问：回过头再追问一个问题，您刚才说这么多年有很多经验和教训，那如果让您总结的话，有些什么教训呢?

● 答：教训其实很多，最大的就是投资理念，股价长期来讲是跟基本面挂钩的，但我用了10年才坚信这个道理。如果给一个教训的话，就是要早一点认识到这一条。

同时，一定要注意公司的成长，如果选不出高成长的或者说选了“伪成长”的，风险很大，这个很专业，一定要研究透，不能简单地说什么“夏天买啤酒、秋天买白酒”，如果按这个操作也太简单了。喜欢公司的产品只是第一步，是研究的开始，是否适合投资还得另说。

建议大家记住彼得·林奇的一句话：大家想赚钱的最好方法，就是将钱投入一家成长型中小公司，这家公司近几年内一直都出现赢利，而且将不断地成长。

最后我补充一句：最好是持续数年业绩都能连续增长50%的高成长、大消费领域的公司。

雪球用户精彩评论

二线牛牛：认同理念，也是这么干的，没有成长，一切成空，没有人想到这里分红或者几年收回成本。但是100%的成长、50倍的估值我确实不敢投，哪个企业能持续100%的增长，没有持续性的PEG没意义。如果有10倍的估值、20%的持续增长，个人觉得是极好的投资机会。当然增长期看得越远越好。

老僧：美国的中小公司比大公司便宜，如果比大公司贵多了，彼得·林奇恐怕也就没有那么神奇了。持续50%以上的高成长，而且还能为股东带来超额回报，要求公司的投入回报率高于50%，或能以比合理价值高得多的价格增发。还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有一种虚假的高成长，是回报的上升周期造成的假象。比如某个行业净资产收益率在8%~15%之间，某年净资产1元，每股收益0.08元，净资产收益率8%，第二年净资产收益率升高到11%，每股收益为1.08×11%=0.12元，增长50%。但是这种高增长是没有意义的，因为下行周期中会被大幅下降所抹平。评估公司价值的基础应该按照净资产和历史推断出来的平均净资产收益率计算出每股收益，否则就会被虚假的高成长所迷惑。可悲的是我国的公司历史太短，很难推断可持续的净资产收益率应该是多少。

王小刚答雪球用户提问

汤猫：再问两个问题：1. 买高成长股的安全边际王总一般留多少？市场估值好像有对小公司不分好坏给溢价发展到给折价的趋势；2. 对于“挫折的案例”，什么条件下自我鉴定犯错，认错出场？

王小刚：1. 买成长强调成长速度而不是安全边际，只要不是买得太高，高成长总会让你的估值随着时间的推移从合理过渡到便宜。前期是真正的高成长。2. 成长速度达不到预期就要检讨原因，若无法判断后期增速就认错离场。

weblucas：个人觉得把成长和价值区分开是国内投资界的一个无奈选择。补充一点个人的不完全研究，巴菲特所谓的一般价格或者合理价格，从来没有超过企业市盈率的16倍，这或许是把成长和价值统一起来的一个简单而又严苛的标准。无论国内外，具有成长前景的，尤其是上市企业，特别容易被高估，假如按这种标准选股，大多数的公募基金都可以关门了。

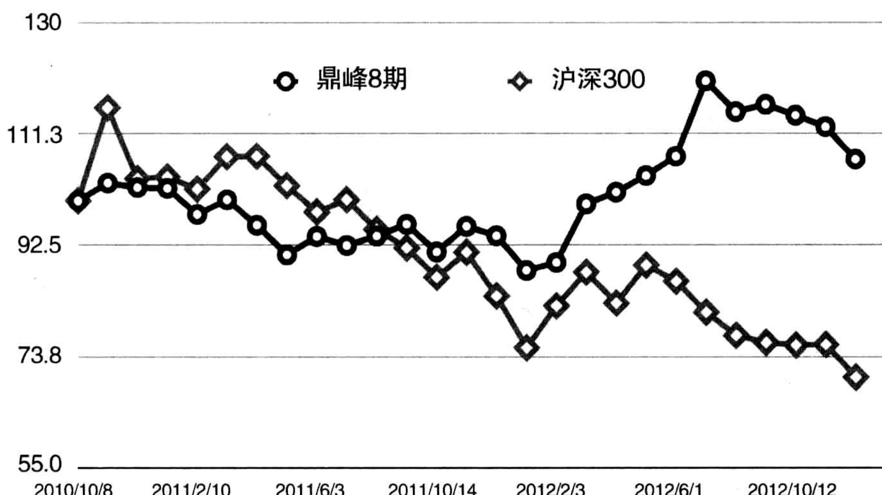
王小刚：成长就是价值，是指导成长股投资也是价值投资。我们一般把股票分成成长股和价值股，是从业绩成长和估值来分。一般所指的成长股看重的是动态价值，是未来的价值；而价值股更看重现在的价值，静态的价值。乐观的、喜欢未来的看高成长，保守的、喜欢现在的看低估值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



参考资料

投资业绩



（数据来源：好买基金网公开数据）

鼎峰8期业绩

贵州茅台(SH:600519) 买卖 ✔已关注 取消

¥204.72 +0.140 (+0.07%) 2012-12-25 15:05:00(北京时间) 实时行情

今开：202.90	昨收：204.58	最高：206.87	最低：201.22
成交量/平均：595.34万/497.09万	成交额：12.19亿	52周最高：266.08	52周最低：170.90
市盈率LYR：24.25	市盈率TTM：18.20	每股收益：8.44	每股净资产：26.81
总股本：10.38亿	总市值：2125.36亿		



个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程杰：投资要像“一元一次”方程一样简单

采访者：@王星Vincent



老程

北京

股票4只　讨论7条　粉丝1326人

经常讨论：中国石化，碧水源

认证：枫岭投资执行合伙人程杰

背景资料

枫岭投资的程杰可以说是私募圈里的“异类”。比如，他的办公室没有电脑，所有上网需求全部通过手机来完成。程杰手下的分析师不分行业，很长时间所有人都只看一只股票。在组织结构上，2008年成立的枫岭投资也是采用一种圈内比较少用的“有限合伙制”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作为拥有将近20年经验的“资深投资者”，程杰的个人经历也很有意思。他在20世纪90年代初期在中关村做生意积累了第一桶金。之后被人“忽悠”用自己的钱去玩期货，成绩也起起伏伏：既经历过一天损失3/4本金的挫折，也曾在长达两年的时间里持续战胜市场。

到了2000年10月，程杰突然悟到自己仍然是市场的囚徒：短期交易没有任何规律，只有基本面和供求关系才是决定价格的主要趋势。于是，没有保证金限制、受赢利影响大、可以100%做多的股票投资成了他的新兴趣。

但就算做股票，程杰的方法也很特别。比如2001~2008年，他一共只做过3只股票，单一股票甚至曾经占全部仓位的90%以上。程杰认为，投资标的只要“找准一个，做明白了，就行了”，而传统意义上对“黑天鹅事件”的担忧其实只是一种“习惯思维”。从2008年成立枫岭投资开始，程杰更是连续3年保持空仓，直到2011年下半年才开始买股票。

程杰认为，投资最重要的一点是找到“一元一次方程”：也就是说在某个时期内，决定企业赢利的主要变量只有一个——这是一个先繁后简的过程。他坦言自己目前职业的快感来自于一种“平淡的心态”，即一种介于“微微的喜悦”和“微微的悲伤”之间的状态。

主要观点

1. 投资的根本点，是要你知道它值多少钱，然后才知道它是不是便宜。

2. 我觉得只要出发点是关心企业的内在价值，都叫价值投资。

3. 我希望能找到“由因素A有80%的可能性会得出结果B”。我只有找到这样的投资逻辑才能下手。光有好企业没用。怎么好、未来变成什么样的好，你要有一个估计。

4. 做投资先要变繁，再变简。这很难，却是决定你投资成功的关键。

5.我们看企业的时候一般要先问3个问题：靠什么赢利？为什么赢利？以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及未来能不能赢利?

6. 我并不认为价值投资就是长期持有。你可以长期持有，也可以不长期持有。关键是看价格有没有把价值反映出来，或者有新的值得投的东西。

7.我的投资不会考虑时间，一定要把时间的约束去掉。你就考虑够便宜就好了。只要安全、确定，你就买。

找有简单投资逻辑的股票

● 问：您在做公司的时候为什么选择有限合伙制?

● 答：我希望我们研究团队和公司主要骨干未来都能成为合作人。相比公司制而言，有限合伙制可以通过合伙协议来规定合伙人的利益分配，无需按照股权比例进行分配。这种公司管理靠人，一定要把人的架构定下来，这样大家做事才有凝聚力。

● 问：您公司内部的研究流程是什么样的?

● 答：核心的问题还是关注企业，这是最重要的出发点。价值投资的核心是要买到便宜的东西。但首先你要知道值多少钱，然后才知道是不是便宜。知道值多少钱很重要，具体的手段会有不同。不同时期你看的角度是不一样的，没有一个程式化的东西。从2002年到现在我只做过3~4只股票。

● 问：具体说，您是怎么评估公司值多少钱的?

● 答：比如我当时看宝钢股份。宝钢2001年上市，我是2001年8月买的。它上市1期冷轧板投产，然后发公告说2期、3期会在2003年投产。当时我就去调研它的产品。过去用在汽车、家电里的冷轧板，主要靠进口。宝钢用的是新日铁的技术，而且矿石是从国外进口的。所以我觉得冷轧板的市场很好，应该属于进口替代产品。而且那两年，正好赶上白色家电发展很好，包括汽车也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很火。所以能确定一点，就是产品没有问题。

然后就看产能，因为产能变化直接决定它未来赢利的变化。我看1期赢利2角，2期、3期产能上了以后，每股能赢利6角。那么产品销路很好，又不存在滞销，不存在降价。这赢利预期不就确定了吗？现在20倍市盈率，每股2角，是4元钱。未来如果还是20倍的市盈率，每股赢利6角，就是12元。结果2004年业绩公布：每股赢利7角，那我就卖了。

● 问：您怎么看价值投资？

● 答：我觉得只要出发点是关心企业的内在价值，都叫价值投资。不同时期，不同的公司，都不一样。关键是要找到一个视角，能得出一个很好的投资逻辑。有时候看公司找不到这个视角，怎么看都很复杂：有可能受这个变量影响，有可能受那个变量影响。我觉得关键是要找到一个很单一的因素。这个很像一元一次方程：就是说影响它赢利的只有一个变量。如果是多元方程，影响赢利的变量有很多。就算你能看懂公司的赢利模式，你也没办法投资。我们要找在一段时期内，对赢利的影响只有一个决定因素的才好判断。如果影响的因素太多，那你根本没法估值。你不知道它能变成什么样。想对它有控制力，就是变成简单的一元一次方程。

● 问：这种有简单投资逻辑的公司好找吗？

● 答：不好找。而且同样的公司，可能在不同的时期，影响它赢利的因素也不一样。现在影响宝钢赢利的因素就很多。它的赢利模式没变，但是环境变了。现在行业不好，未来钢铁行业肯定要整合，弱者会被淘汰。这就变成很模糊的机会，你很难判断整合对它赢利会产生什么影响。再比如中信证券，它的经纪业务、投行与自营业务是对半开。自营没人知道会变成什么样子，这就很难判断了，还要判断管理团队。我希望能找到由因素A有80%的可能性得出结果B，只有找到这样的投资逻辑我才能下手。光有好企业没用。怎么好，未来变成什么样的好，你没法估计。

● 问：您是怎么在一堆影响因素中，找到主要矛盾的？

● 答：这要看对行业的理解和你的判断力、想象力了。有一些不够专业的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资者，会说出一些很简单的逻辑，那是因为对公司了解不够多。了解多了以后，会发现还有很多因素。我们要了解足够多，然后把那些不重要的东西去掉。我们是先要变繁，再变简。这很难，但这是决定你投资成功的关键。其实前面变繁的过程，只要花足够的时间，谁都能做到。但是怎么把它变简，是需要功力的。

● 问：你们研究团队多少人，具体研究方法能说说吗?

● 答：我们一共就3个人，两个研究员加我。我们也不分工，就是大家一起做，聊公司，看商业模式。首先我们会把影响公司赢利的各种因素都找齐了。国内国外，历史、对比啊什么的，先弄一堆。然后再看看有什么简单的逻辑在里面。如果没有的话就先放着，可能两个月以后又有想法了。

比如我们看酒类，不只看国内的，还看国外市场。如欧美不同酒的销售比重，国外大的洋酒公司是怎么运作的。然后跟我们国内做酒的公司进行一些对比，看看有什么趋势。我们也研究日本、韩国和台湾地区对各种酒的消费比例。再看我们中国独特的政治结构对酒的消费有什么影响。另外我觉得，任何商品，如果只靠对产品提价来提高赢利的话，这条路肯定是走不通的。

● 问：但是这从另一个角度讲也可以说是有定价权?

● 答：我对“定价权”这个说法是有怀疑的。一个好的生意是什么? 肯定是互惠。我们经常讲定价权、渠道为王什么的，但是这个世界上没有王。任何生意都是一种互惠的生意。我觉得我们这种“为王”的文化一定会把这个行业给做死。

现在说得比较多的片仔癀、东阿阿胶、贵州茅台，都有定价权，但是你再看看世界伟大的公司，比如可口可乐、麦当劳，便宜是它们的核心。麦当劳的制胜法宝，就是便宜、快。在北美，你开车过去，一分钟就搞定。现在没有一种快餐有它这种速度。总的来说，任何一种商业模式里，买卖双方应该是一种平等的关系。

● 问：如果这样，是不是说您对于“稀缺性”实际上是持怀疑态度的?

● 答：是这样的。我觉得稀缺性是阶段性的。我认为，如果一个企业在某一方面完全垄断，它的发展是没有动力的。因为垄断，你的企业没有继续创新的东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



西，你的管理也慢慢松散下去，企业未来会很可怕。我喜欢有一定优势，但不要彻底垄断的企业。如果彻底垄断了，以后肯定要完了。

● 问：那您怎么看贵州茅台这种企业？有很多人觉得贵州茅台很有稀缺性。

● 答：我们也在研究酒，我们的基本看法是，白酒有点悬，红酒、黄酒和啤酒好点。我们有个研究：从1992年开始，红酒、黄酒的销量都是缓慢增长的。而白酒出现过典型的周期，从1992年到1997年上升，从1997年到2004下降很厉害。这跟经济活跃程度、请客吃饭的活跃程度有关。白酒销量从2004年又开始上升，到现在是历史的最高峰。这其中蕴涵的逻辑是：经济活动越活跃、公权力越大，白酒消费就越大。

● 问：那您喜欢哪种企业或商业模式?

● 答：我喜欢比较容易看的生意。说说什么类型的公司我不喜欢吧，如订单式的企业我不喜欢，这种公司再好我也不做，因为我不知道它好不好。

房地产企业我也不喜欢。房地产企业赢利核算余地非常大，中间可操作空间很大。换句话说，报表的水分很大。还有就是小的民营企业我不喜欢。这种公司治理结构很差，所以他们的信息可靠性较差。反倒是一些大型国企，他们的治理结构还是不错的，他们互相制约性很强。

● 问：国企的低效率问题您怎么看?

● 答：效率、浪费这都是问题。但是在某些行业国企有很大的优势。对一个企业来讲，在行业优势很大的情况下，有时候浪费不是问题，投资决策失误才是问题。

● 问：那中石化这种属不属于您不喜欢的垄断企业?

● 答：其实现在的问题是中国成品油问题，因为定价机制没打开，才没有人愿意投炼化，因为投了就亏。我不喜欢那种让消费者没有选择权的垄断企业。炼化行业其实是一个高度竞争的市场。另外，有些行业必然导致寡头垄断。中石化主要价值在炼化和终端销售。我认为它的股价没有充分反映这个东西。当然，每个时期看法是不一样的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资，要坚持自己的东西

● 问：怎么看价值投资和长期持有的关系?

● 答：我并不认为价值投资就是长期持有。你可以长期持有，也可以不长期持有。关键是看价格有没有把价值反映出来，或者有没有新的值得投的东西。如果把你的预期都反映出来了，那就都卖了。我不认为价值投资就等同于长期投资，它有可能表现形式是时间比较长。因为你预期的反映是要时间的。但并不一定要持10年、20年，因为时间越长越难捉摸，不确定性越大。任何投资都离不开确定性。你赌得越久，不确定性越大。如果你赌20年以后的情况，那我认为是彻底瞎掰。实际上都是走一步看一步，一年一年看。

● 问：如果一直在找这种逻辑的话，是不是对企业自身经营状况的容忍度要大一些?

● 答：从安全角度讲，你还得考虑，即便你的预期没实现，或者是假的，它仍然还好，这就要有一个防护的安全边际。我不会简单地赌一个东西。我要想，就算我预期没实现，那至少我不会亏。换句话说，这种预期有了更好，没有也行。比如，如果中国成品油定价机制没改，中石化也行。如果改了，赢利会有很大的改善。

● 问：对于这种市场还没有反应的预期，您一般愿意等多长时间?

● 答：无所谓。我经常讲，我投资是要去掉时间这根轴的。我只管竖轴的变化。如果把时间也加进来，说两年之内，这非得变，如果不变我就怎么样，这事就很难办了。我投资从来没有预期说我要持有多长时间。如果3个月后市场对预期有反映了，我可能就卖了，如果3年没反映我就等。

● 问：如果您看到某种预期，但是其实市场在短期确实没有改善的机会。那您会投吗?

● 答：政策松不松，其实我也不知道，我也不想关心这个问题。我只管它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是不是确实存在一个预期，而这个预期在这个价格里是没有反映的。至于它什么时候才能实现，我不管。总之我的投资是不会考虑时间的，你就考虑够便宜就好了。只要安全、确定，你就买。至于什么时候能变回去，这由市场说了算，不能强求。

● 问：您这么洒脱，客户答应吗?

● 答：投资这东西，你只能坚持自己的东西，只有坚持自己的东西才能活。而你的经验是自己这么多年的实践积累下来的。这个必须要坚持。

● 问：那比如说当大盘涨了，而你们净值没涨，或者大盘跌了你们跌得更惨，会不会担心客户赎回?

● 答：通常大盘跌，我们跌得更惨的时候很少。我基本上都是在大盘发生很大风险的时候才买，就是大盘跌得比较惨的时候我才买。但也有没看准，在半腰的时候进去了，大盘还在跌的时候。我基本上是到市场很低迷的时候进去，这时候进去通常不会太惨。因为已经悲观了一段时间了，你不可能跌得很惨。像其他人，净值一跌跌到四角了，我这十几年从来没发生过这种事。市场亢奋的时候，再好的东西我也不买。我宁可错过。

● 问：您一般仓位怎么样?

● 答：我通常看准了就全买了，满仓。有时候有点间隔，但不是很多。买完就待着。要是还有新钱进来，再跌我就再买。当然，我第一次不会满仓，但也不会买太少，至少第一次买1/3。现在我们搞基金了，股票就多买几只。原来没这要求的时候，我们买得很少，经常就买一只股票。

● 问：您这种满仓只赌一只股票的风格，就不怕出现“黑天鹅事件”[①]?

● 答：并不是赌的心态，而是在对一家公司彻底了解之后，满怀信心的投资。即使有特殊事件，因为你已经有很好的折价了，你也不怕。而且一个企业长期的价值不可能因为一件事彻底改变。另外，订单类的公司我基本都不买，那些行业特别容易发生“黑天鹅事件”。

① 黑天鹅事件，指非常难以预测且不寻常的事件，通常会引起市场连锁负面反应甚至颠覆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：那您是怎么提高其他可控方面的确定性的?

● 答：只要把投资逻辑搞简单了，确定性就高了。比如投资宝钢，我只关心产能，那我就看它的产能。买完以后，你得知道看什么、防什么。如果说有10个因素，那就防不胜防。什么东西都不可能一天之内发生变化，都是慢慢变的，二级市场都有变现的可能。你可以逃，一旦发觉你的预期离你越来越远的话，赶紧逃。

● 问：那您现在的职业快感或者说成就感从哪儿来?

● 答：从平淡中来。如果成天兴奋、悲伤，你肯定很难平淡的。人就是“微微的喜悦”和“微微的悲伤”的状态比较好。这是能感觉到的，就是也不是很兴奋，也不是很悲伤，只有一点点。

相反的情况也是，只有有了这种心态，你才能说走就走，不会拖泥带水。这相当于职业素养。

● 问：您是什么时候才在心态上有这个转变的?

● 答：我原来是个人投资者，一开始就拿自己的钱做。原来入行之前自己做了点生意，可以说是赚了第一桶金吧。之前是1991年在中关村做计算机贸易，1992年就自己干了，然后1993年末开始做期货。

● 问：说说您做期货的经历吧?

● 答：我当时做期货也是被人拉去的。有朋友跟我说，做期货赚钱，做了我3个月的工作，把我说动了。但是我做期货到1994年底就赔得差不多了。那时候还是觉得每天都有希望，都有失望。总觉得还有改进的地方，天天总结，写笔记。总是觉得把某个因素改善了，问题就解决了。但是市场总是在变化的，你每次出现的问题都不一样。那时候主要是技术分析。

● 问：那您什么时候开始做股票的?

● 答：1993年底从事期货投资之后，一直用技术分析的手段，在1998~2000年期间技术分析获得了很好的收益，当时以为自己完全掌握了战胜市场的技术方法，但随后的几个月时间里，同样的投资方法却持续亏损，让我开始反思自己的投资方式是否可行。

后来想明白以后，就决定还是要做基本面。因为基本面和供求关系决定主要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



趋势，我觉得要研究研究。但后来期货做不下去了，因为期货的交易方式是要止损的。如果不做止损，价格波动受不了。所以做期货，就算你大方向判断对了，因为有止损也赚不到钱。另外，相对于股票，整个商品价格波动并不是很大。2003年以前的30年，铜价波动就在1200美元~2500美元之间。后来我就决定，那就做股票。没有保证金的问题，可以100%买，就做多，而且价格波动幅度很大，太适合做基本面了。所以2001年我就开始做股票了。

● 问：2001年的时候股市估值可不低啊?

● 答：那时候指数很高。我2001年8月买的时候，指数也不低。我当时就是买了宝钢，这是我大规模做股票以后的第一只。我2004年3月卖的，在2002年底还买呢，因为又有新的钱进来了。最后我的成本已经摊得很低了，3.6元左右的成本，卖的时候是7.7元。我记得当时宝钢仍然向上走，而指数是向下。

● 问：您觉得做期货和做股票主要有哪些不同?

● 答：期货的问题有保证金，所以只能做短期。而短期波动没什么规律，很随机的。人要学很多教训，但是成功的经历也很重要。信心来源于实践，是实实在在的东西，这些必须要实践。

● 问：投资股票有没有失败的经历?

● 答：到目前为止还真没有，也没有过止损，但有过出逃。我2001~2004年做宝钢，2005~2006年做中信证券。2006又买了宝钢和中国联通。2007年10月把宝钢卖了，2008年1月把联通卖了。买这些我都是90%以上的重仓，没有别的。想想这10年也没干啥事。其实你不用搞那么累，那么复杂。好股票多了，不用买那么多，就找准一个，做明白了就行。

● 问：您是怎么确定自己能力圈的?

● 答：凭感觉的成分比较多。有些公司，看了好几年，也下不了决心。那个状态怎么形容呢? 就是突然能找到一个很简单的逻辑，看得就很清楚了。比如发现因为A一定有B了，那就能下决心做了。这里面也没有定量的东西，就是很简单的逻辑，发现了就可以做了。

● 问：目前仓位如何，有没有看好的公司?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：目前信托基金的投资有适度的分散，大概六七只，对石化、保险、航运行业比较看好。

● 问：这些行业背后的逻辑是?

● 答：石化行业就是看成品油定价机制会不会改。即使不改，目前一些石化公司的价格也足够便宜。保险行业实际上看了两年了，开始觉得挺复杂的，后来看也很简单。别的都不用看，你就看它的保费，只要投资的池子不断有增量进来，它赢利就有保障。保险公司实际上就是筹钱进行投资，低成本投资。承保是慢慢亏损的，这块不作为重点。重点是看投资。换句话说，保险行业就看它的保单还能不能卖出去。核心的问题，就是看它的规模保费。规模保费增长没问题，那就没问题。

航运行业，主要看运力挤出，因为航运公司抗风险能力不同。目前在行业最悲观的时候，谁能够生存下来谁就是赢家，所以我们现在不关心每股收益。

● 问：按这种逻辑分析其实投资很简单啊?

● 答：你只有把这个东西搞简单了才可靠。复杂了，风险反倒大了。只有弄简单了，风险才可控。如果你看的因素太多，这个因素恶化了，那个因素又好了，你就下不了决心。 有时候，具体投资策略上，要给自己创造一些方法，让操作可行性提高。其实每个人都有想面面俱到的倾向，你一定要把自己从这个倾向中拉出来。

● 问：您怎么形容自己的投资风格?

● 答：就是简单化，使投资变得可行、可靠。

● 问：您有没有自己喜欢的榜样?

● 答：其实巴菲特、乔治·索罗斯这些我都看过，但是我觉得关键还在于适不适合自己，可操作是最重要的。这个世界上没有绝对好的东西。就算再好的工具，不适合你，你也用不了。

怎么才能少犯错误呢? 就要从一些习惯性的东西里走出来。我更注重实践的东西，从实践的角度看你的分析方法。任何东西一定要可行，可操作。

学投资，一定要根据自己的性格，去找到自己的东西。但这些东西是靠实践

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



去找的，甚至要犯错误，然后不断总结。

● 问：一般成功的个人投资者都不太喜欢帮别人管钱。您为什么最后会选择做私募?

● 答：我认为做私募是一项事业，有一个志同道合的团队一起前行才不会觉得孤独。有矛盾、有冲突才是完美的世界。摁倒葫芦起了瓢就是人生的意义，所以没什么愿不愿意。

雪球用户精彩评论

一只特立独行的猪：化繁为简的投资逻辑我很赞同，看过报表、研究报告、新闻等信息，最终决定投资一个标的，只需要一个极精炼的逻辑!

阳光暖暖：读后深刻感觉投资是很个性的东西，但不管怎样，依然是确定性的投资、让自己舒服并能长期赚钱的投资，才是合适自己的，可以说，投资是个性的艺术。

东邪：我也只盯很少的股票，两三只最多了，有时候看看那些基金经理的股票池，动辄几十、上百只，真的很怀疑他们是否能真正搞懂这么多的股票（公司），而把自己的钱交给这样的基金经理打理，还是需要很大勇气的!

程杰答雪球用户提问

Lynchpan：对@**老程** 说：程总您好，在当前点位对商业零售中的区域公司是不是一个合适的选择?正是由于景气度下滑的预期，才出现估值较低的机会，不少商业股的动态PE在历史低位15左右。

老程：首先得看商业模式，然后才考虑估值。超市和某些零售企业的商业模式并不是十分理想，要做到像沃尔玛那样的管理水平并非易事。我看到北美的一些超市及商业零售企业，特别是超市，过去十几年的赢利水平并不是很好。只有一家做高端绿色食品的超市，过去几年获得了飞速增长。它在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



北美只有80多家连锁超市。我觉得国内目前的超市企业定位不够准确，差异化不够。

王星Vincent：对@**老程** 说：之前和程总聊，说您买东西从不砍价，也不货比三家。您觉得平常买东西和投资买股票的方法和理念有哪些相通的地方?

老程：我说的不砍价、不货比三家，有一个前提：就是对市场信息的充分了解和有非常清楚的购买需求，就是你要清楚地知道你要什么，遇到了就不犹豫。其实和投资也是很像的，如果太想求全，容易导致逻辑混乱。

大头大头下雨不愁：对@**老程** 说：程总能不能讲讲您是如何锻炼出找到简单投资逻辑的判断力? 普通投资者平时有哪些方法可以锻炼?

老程：吃得亏足够多，思考得足够多，比90%的投资者多一点理性，这些是必要条件。普通投资者就是要做你看得懂的，他们的生意在你的周围，你能够触及，你可以认识他们、了解他们。

Siri：对@**老程** 说：请教程总怎么看调研的重要性? 您投一家企业的时候，对于人或者说管理层的考察占多大比例?

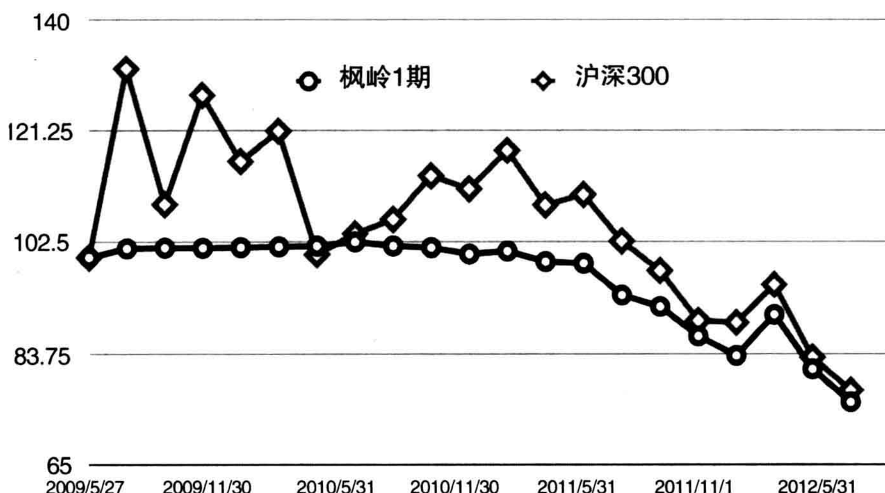
老程：前几天雪球上有一篇文章讲调研，说了一些问题，我也发表了简短的评论。核心的问题是：你有没有思路，你想验证什么，去和上市公司高管谈话能验证这些东西吗? 我觉得，看产品、看市场，比和高管谈话更有用。另外，如果一个企业太依赖几个人，恐怕也不是我们这种类型的投资者想做的，我们毕竟不是做风险投资，我们希望投资确定性越高越好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



参考资料

投资业绩



（数据来源：好买基金网公开数据）

枫岭投资1期业绩

中国石化(SH:600028) 买卖 ✔已关注 取消

¥6.76 +0.160 (+2.42%) 2012-12-25 15:04:58(北京时间) 实时行情

今开：6.59 昨收：6.60 最高：6.80 最低：6.57

成交量/平均：5280.13万/2534.20万 成交额：3.55亿 52周最高：7.93 52周最低：5.75

市盈率LYR：8.19 净资产：5.56

总股本：868.20亿

老程V： 06-05 11:34 ×
我们现在的成品油价不贵。我们比较过韩国、日本、加拿大、美国、法国、德国，我们只比美国贵。我们的炼油毛利水平是所有这些国家里最低的，原油成本是... 评论(0)

Siri：
对@老程 说：能不能简单说下看好中石化的逻辑？现在油价不便宜呀。评论(1)

股票对比 信息筛选(老程) 复默认 全屏



个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杨天南：方向正确还不够，投资离不开忍耐

采访者：@王星Vincent



金石

北京

股票56只　讨论125条　粉丝1327人

经常讨论：苹果，谷歌，上证指数

认证：北京金石致远资产管理有限公司CEO 杨天南

背景资料

杨天南是中国最早一批接触巴菲特理念的投资者之一。他1993年开始进入资本市场，1995年首次接触有关巴菲特的书籍，并早在2001年就前往奥马哈参加了伯克希尔股东大会，曾被巴菲特称为“第一位来自北京的股东”。

杨天南目前的投资领域主要涉及中、港、美、加等市场。与很多一心“做大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



做强”的投资管理人不同，杨天南认为志同道合的人相遇相知是件不容易的事，所以目前仅以管理圈内亲朋好友的资金为主，对于募集资金兴趣了了。他认为自己目前最大的成就感，是见到周围的人得益于自己的专业知识，并从此达到财务自由的境界。

由于经常以写文章的方式答复朋友的投资问题，杨天南从2007年5月始，受《钱经》杂志邀请撰写实证投资专栏，并成立专门账户，按照杂志月刊的限制条件，即每月只有一个交易日，进行投资操作。截至最近的2012年5月，其专栏账户5年的收益率为112.92%，而同期上证指数则下跌32.20%。

主要观点

1. 巴菲特说："迄今为止，没有什么投资秘密没有被写成文字的了。"但是中国的文化向来有欣赏演义的传统，以至于厚死薄生、厚远薄近，为此付出的代价10年之后或许更明显。

2. 投资的精髓就是在正确的方向上忍耐。

3. 当市场价格在较长期表现与预期不符时，是件令人痛苦的事情。这通常有两种可能：一是市场（客体）犯错，二是投资人（主体）犯错。对于前一种状态是忍耐等待，对于后一种状态是改正错误。

4. 伟大机会来临时，需要全力以赴、重仓出击。

5. 一个成功的投资者应该具有比上市公司的CEO更长远的眼光，在喧嚣的时候需要冷静，在绝望的时候需要勇气，在低迷的时候需要忍耐，视跌宕如无物，闻毁誉于无声。

6. 巴菲特应该是一个价值投资的修正主义者，甚至是背叛者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从业经历

● 问：先说说您是怎么入行的吧。

● 答：我首次接触股票是1991年。当年与很多热血青年一样，奔赴海南经济特区，与今日争相报考公务员的风气截然相反，那时的社会流行的是“下海”。第一次启蒙应该是听张志平讲股票，他当时是海南证券公司的董事长，后来在中国证监会任职。当时印象深刻的第一本关于股票的书是水运宪写的《深圳股市大震荡》。

实际开始股票投资应该始于1993年，说来也有20年了。最初入行，与所有人都一样，目标就是想赚些钱，而股票投资的“低门槛”让包括我在内的几乎所有人都没有阻碍地进入股市，不需要特权、不需要关系、不需要行贿。

很多年以后，我才逐渐明白，正是股市的看似“低门槛”害了很多人，并令许多人前赴后继、执迷不悟，在这个方面股市确有与赌场相似之处。

● 问：什么时候决定以投资作为职业的?

● 答：选择投资作为职业，实际上是一个渐进的过程。在这个过程中，刚开始是因为不用找关系、不用求人，渐渐发现找不到业绩更好的投资管理人。如果既有选择的自由，又能养家糊口，这听起来是个不错的选择。尤其是在1995年接触到巴菲特的投资理念之后。

● 问：您还记得第一次接触到巴菲特价值投资思想的时候是什么感觉? 您目前的投资理念是怎么一步步形成的?

● 答：有幸在1995年首次读到有关巴菲特的书，在那之前整个社会都处于摸索阶段，如果今天阅读那些年的财经股票类的杂志，会发现除了数据之外，几无任何参考价值。

在1995年读到《巴菲特的道路》（又译为《股王之道》），当时的感觉就像茫茫暗夜中的航船看到了指明方向的灯塔。他的“买股票实际上是买企业”、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“好价格好企业”等投资理念，现在看来都太过平常，但当时都是闻所未闻。当时充斥的是庄家、内幕、图表派，他的巨大成功以及朴实平易深深影响了我。在接下来的1996～1997年的大牛市中有幸验证了这些理念，令我在20个月的时间里取得了10倍的回报，同期指数翻了一番多，算是奠定了人生的财务基础。这段时间投资的经历在1996~1997年以系列文章的形式发表于《金融时报》，以至于相隔十余年后还有人因此寻找我。

● 问：您当时在A股赚了第一桶金之后，为什么选择出国深造？在美国和加拿大的经历对您后来的事业有哪些帮助？

● 答：经历了1996~1997年牛市的成功，我萌发了赴美留学的念头，因为美国是金融市场最发达的国家，更想亲自见见巴菲特。可以说，我是用四川长虹的奖学金去美国上的MBA。前后在国外待了8年，一半时间在美国、一半时间在加拿大。国外金融市场多年积淀形成了巨大财富、丰厚的经验、完善乃至烦琐的法规，令我印象深刻，但我更认为是否能成为投资家完全是“师傅领进门，修行在个人”，与是否出国没有必然联系。况且过去的30年，中国提供了比发达国家更多的致富机会，这种趋势相信在未来15年依然存在。

巴菲特说：“迄今为止，没有什么投资秘密没有被写成文字的了。”但是中国的文化向来有欣赏演义的传统，以至于厚死薄生、厚远薄近，为此付出的代价10年之后或许更明显。

巴菲特是价值投资的修正主义者，甚至是背叛者

● 问：您在20世纪90年代的时候为何选择四川长虹？技术更新换代快的家电行业并不是传统的价值投资者喜欢的行业啊。

● 答：谁是传统的价值投资者？他们买贵州茅台吗？时变事移、因时而化，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



才是根本。

按照本杰明·格雷厄姆原教旨主义者的观点，巴菲特应该是一个价值投资的修正主义者，甚至是背叛者！但这种观点并不为绝大多数人所接受，原因是巴菲特藉由变化才取得了今天的巨大成就。

● 问：这么多年您一直在《钱经》上写专栏，这是为什么?

● 答：我在过去十余年的时间里，保持每年写一个投资总结的传统。后来，亲朋好友问得多了，经常有许多问题重叠，没有时间一一答复，便以文字的方式统一作答，就形成了写文章的传统。即便如此，每年仅写个三五篇，并不固定。直至2007年被《钱经》杂志邀请撰写专栏，每月一期，该专栏至今已经写了5年，打破了原先一年的写作计划。这令我有了额外的负担，因为每月找一个适合的话题，有内容且尽可能深入浅出、通俗易懂，月复一月还是很具有挑战性的。

虽然专栏的模拟实盘投资部分在过去5年的大熊市里也实现了翻番，实际上由于杂志出版的日期等硬约束，比之我们现实中的运作还是差些。

在一定程度上，我视专栏的写作为公益活动，希望100个读者中有10个能有所启发，有1个能有所获益，就已经很不错了。一个人的精力、时间都有限，能有机会为那些素不相识、从未谋面的人做些有益的事，是令人愉快的经历。

投资的精髓就是在正确的方向上忍耐

● 问：您认为投资的精髓是什么?

● 答：你若问什么最难，实际上哪一步都不易。成功需要其中的每一个环节都顺利，而失败只要其中一个环节出问题即可。一定要问的话，投资的精髓就是在正确的方向上忍耐。

实际上知道了这样的秘笈与知道“低买高卖”的秘笈无甚区别，知道了也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



代表投资能成功。首先，“正确的方向”往往在事后才能完全确定。而不确定性几乎是人们面临的永恒问题，所以当下最难。忍耐、等待也不易，等一年、两年还是更久，例如当下的这次危机，人们已经等了4年多，还要等多久，没有人确切知道。

● 问：那您如何确定自己在正确的方向上？尤其当市场长时间与您预期的方向不一致的情况下，您怎么安慰自己？

● 答：确定自己是否在“正确的方向”上实际上是一件非常不容易的事情，也是在投资环节上重要的一环。这种判断除了事先的信息搜集处理决断之外，更重要的是要时时更新对企业发展状况的观察，根据实际情况修正、维持或改变态度。

当市场价格在较长期表现与预期不符时，是件令人痛苦的事情。这通常有两种可能：一是市场（客体）犯错，二是投资人（主体）犯错。对于前一种状态是忍耐、等待，对于后一种状态是改正错误。

● 问：您说未来无法把握，那您认为投资中的确定性主要有哪些？如何寻找这些确定性？

● 答：当下最难。从现在到未来都充满着不确定性，不唯投资行业。反之，什么都确定了，人生也就没有精彩可言了。等什么都确定了，我们就死了。

要说确定性，肯定也是有的。例如，现在的2350点比6100点低，就是确定的；10年以后，中国移动、工商银行不会倒闭就是确定的。人们能做的是从他人和自己的经历中总结经验和教训，在不确定的世界中寻找确定的成分，以增加胜算的概率。但这并不能消灭风险。

● 问：您最成功和最失败的一笔投资分别是什么？您从中学到了哪些东西？

● 答：回报率最高的一笔投资是10年前美国科技股泡沫崩溃时，买了搜狐、新浪，回报率4000%，即大约40倍。可惜的是，没敢像段永平一样重仓，在这点上向段先生深表敬意。总结经验的话，当伟大机会来临时，需要全力以赴、重仓出击。

最糟糕的一次是2001年在A股市场上遭遇上市公司欺诈，股价连续十余个跌停，下跌75%。这种感觉实在太坏了，就像已经知道明天会死，但今天却只能坐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以待毙，束手无策。虽然其高管事后身陷囹圄，但投资人损失惨重。

● 问：中国市场不适合价值投资?

● 答：很多人认为A股是赌场、不规范、不适合投资，其原因是：这么多年以来，中国股市是熊长牛短，绝大多数参与者亏钱。这种声音在牛市中几乎听不见，但是熊市时间长于牛市，所以几乎成了定论。

另外，发出这种声音的人，大多没有海外市场的投资经历。记得十余年前，有人刚到美国开始“炒”股票，亏了钱后，大呼：不都说美国市场规范吗？怎么也这么跌啊?

● 问：您怎么看自己的能力圈?

● 答：我的能力圈取决于我可以学习的范围。我通常圈定在生活以及常识可以接触或理解的范围内，对于太过伟大的东西，我们已经过了点个火就上天的阶段。

● 问：一个成功的投资者应该有哪些特质?

● 答：一个成功的投资者应该具有比上市公司的CEO更长远的眼光，在喧嚣的时候需要冷静，在绝望的时候需要勇气，在低迷的时候需要忍耐，视跌宕如无物，闻毁誉于无声。哪一点都不是容易的。

我喜欢看着钱增长，即便不是我的钱

● 问：您目前的职业快感主要来源于哪些地方?

● 答：最大的成就感是见到周围的人受益于我的专业知识而达到财务自由的境界，这些可能需要历经周期的努力，也可能源于一个主意、一个规划的执行。每个家庭都财务自由了，社会也就和谐了。如果人们更富裕些，通常他们会更幸福些，我所见到的事实就是这样。我也喜欢看着钱增长，即便不是我的钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



做喜欢的事情，与喜欢的人一起做事，人生的自由最终是选择的自由，感谢巴菲特，经过多年的努力与忍耐，我终于有了一些选择生活自由的权利。

● 问：您这些年最大的进步是什么?

● 答：最大的进步是终于认识到：顺应社会比改造社会更现实。我们所有的努力都在于认识社会、顺应社会，以提高生命的效率。最大的感慨是：如巴菲特所言，现在是资金比主意多，40年前我的主意比资金多。

● 问：在您看来，顺应社会和拒绝被社会改变有什么不同?

● 答：在对于社会的态度上，我个人在过去的30年中确实有变化，从学生时代欣赏荀子的“人定胜天”，到后来欣赏老庄的“顺天应人”。我认为改变社会和他人是很难的，应该是伟人们的工作范畴；作为凡人，更多的是加强自身的学习和认知，自知自明，认识到自己的“可为”与“不可为”，才能有所为有所不为。这也无意中暗合了巴菲特所谓“能力圈”的概念。在投资行业，人们能看到成功者，如巴菲特。查理·芒格说：“我们的任务不是打败怪兽，而是避开。”与此同时，人们还可以看到，很多失败的股市参与者却在天天琢磨着：如何战胜庄家，如何战胜机构。

● 问：能不能具体说说您一般是如何做投资决策的？能否举些例子?

● 答：日常最多的工作是阅读，投资过程大体是搜集、研究、判断、执行、忍耐、修正、再重复的过程。我认为投资这行业，与很多行业强调团队精神不同，特立独行更重要。大家看法都一致的话，事情就麻烦了，市场可能就要变了。

● 问：很多人最后发现，决定投资与否往往只要发现一个简单的逻辑就行了。您有没有类似的感悟？您是如何找到简单的投资逻辑的?

● 答：股票投资的简单逻辑就是“以合适的价格持有好企业”，但简单不代表容易，因为对于确定“什么是合适的价格、什么是好企业”可以有很多不同的标准。对于绝大多数人而言，知道与不知道秘笈没有太大区别。

● 问：为什么大部分人在股市里赚不到钱?

● 答：因为绝大部分的股市参与者都是在随便“玩一玩”。即便有认识我的人，他们也只是随便问一问，然后不了了之，并十几年或更久地坚持着这种随便。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很多人在知道我的专业身份后，喜欢问“今年回报率多少？去年多少？”之类的问题，在回答了很多次之后，标准答案是：这行业我干了20年，现在还在。

雪球用户精彩评论

老僧：感觉杨老师的理念和操作更像彼得·林奇，更善于利用市场的波动。我也买过四川长虹，但事后知道价值投资者应该不会选择它，因为在行业内它是出了名的不遵守工艺路线，规模做上去了，但产品质量很差。如果将巴菲特比作雄狮，杨老师更像是一只猎豹。只是因为猎豹刚生下来一睁眼看到身边的是一头狮子，就将狮子当做了自己的父母。当然巴菲特现在的操作模式不经过无息杠杆（保险浮存金①）的放大，回报率难超过15%，一年想赚20%以上不大可能。巴菲特的好处是资金多少无所谓，彼得·林奇的好处是资金量少、回报率高，资金要多就做得很累。他干了不到20年就退休了，巴菲特现在80多岁了还一样干。

参考资料

投资业绩

据杨天南透露，在完整经历周期性考验的过去7年（2005年5月~2012年4月），其投资年复利回报率约为32%（+32%），而在过去的16年（1996~2012年），据不完全统计，其累计投资回报大约为200倍左右。

① 保险浮存金，指保户向保险公司缴纳的保费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



亚马逊(NASDAQ:AMZN) 买卖 +加关注

Amazon.com Inc(AMZN)

$258.62 +1.700 (+0.66%) 2012-12-24 14:00:00(美东时间)

实时行情

盘后交易 0.00 (0.00%)

今开：257.30 昨收：256.92 最高：259.50 最低：256.96

成交量/平均：98.64万/319.00万 52周最高：264.11 52周最低：166.97 市盈率TTM：3456.56

每股收益：0.07 每股净资产：16.67 总股本：4.53亿 总市值：1171.40亿

机构持股：68.00%



个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

王瑜：学会长期投资，才能跑赢市场

采访者：@王星Vincent



保守投资人

广东 深圳

股票86只 讨论48条 粉丝1104人

经常讨论：贵州茅台，张裕B，张裕A

认证：深圳恒德投资管理有限公司执行董事兼总经理 王瑜

背景资料

作为一名从业多年的专业投资者，王瑜早在1993年上大学的时候就开始接触投资，1996年进入券商做资产管理，开始系统接受专业投资训练。2002年，王瑜离开券商，跟随之前的一名老领导开始独立做投资。在此之前，王瑜坦承自己骨子里仍然是一个技术分析派，但多年的实践慢慢让他发现技术分析"发不了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



财”。从2002年开始，王瑜开始学习并实践基本面分析，并马上有了成效。随后几年，王瑜通过投资深赤湾B、张裕B、贵州茅台、泸州老窖、招商银行、烟台万华、古井贡B和伊泰B等企业收获颇丰。2010年，王瑜正式成立阳光私募，主要投资于消费、医药和能源领域。

和很多其他私募不同的是，王瑜并不讳言自己曾经犯的错误。在聊天中他更是坦言自己在2011年12月遭受了从业十几年最大的一次教训——买了重庆啤酒。随后重庆啤酒的暴跌使他的产品净值在短短几个月里跌了20%多。王瑜说自己最大的教训是“永远不要觉得自己掌握了所有的底牌”。 目前，恒德投资的产品净值已经快速恢复。根据好买基金网的数据，在2012年2月～8月这6个月中，恒德投资的收益率达到了11.65%，远超同期沪深300的 -5.28%的收益率。

王瑜笑谈自己从业以来性格的最大改变就是越来越胆小，因为风险无处不在。他更是坦承希望自己做一个马拉松式的投资者，能一直干到60岁。

主要观点

1. 投资的大敌是要面子，很多投资人回避不了这一点，不能承认自己的错误。

2. 从业以来投资性格的最大改变是越来越胆小，因为风险无处不在。

3. 错误标准固然是有没有亏钱，但另一方面就算挣了钱，后来发现你之前的预测是错的，也是犯错误。

4. 做投资永远不要认为你知道所有的底牌。

5. 投资不可能不犯错误。如果一点错误都不犯，要么是中庸，要么是被局限在最狭小的领域里。

6. 当馅饼出现在你面前的时候，要奋不顾身地扑上去，但是上去之前你要转两圈，看看有没有陷阱，要想一想“天下没有免费的午餐”这句话。

7. 作为投资者要明白，你的资产管理人自己是怎么挣到钱的，是靠跟客户抽佣金挣到钱的，还是通过直接投资股票挣到钱的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



崇尚技术分析

● 问：先讲讲您是怎么入行的吧?

● 答：我从1993年开始做投资，1996年进入证券行业，后来在券商待了6年，做资产管理。2002年出来以后，我把视野放宽到香港，因为当时内地市场不是很好。在不断学习中，美国一些投资大师的经历给我留下了很深的印象。2002年以前，也就是我30岁以前，主要是做交易、技术分析为主。但后来我在反复研究技术分析的过程中发现，做技术分析发不了财，虽然它能规避很多风险。从2002年以前的投资经历来看，每次牛市的顶部我基本都能回避。但是真正看好的公司，好多都不受指数的影响，就很困惑。毕竟来深圳，进入这个行业，还是希望自己的财富按照期望增长，但是没达到。虽然也挣了些钱，但是很困惑，就去学习。

1995年我就有巴菲特的书，但是看了就丢在一边。看这些东西刚开始的心态，实际上是很不屑的，觉得在中国这个市场怎么可能行得通。后来看身边有些老同志，他们更早接触价值投资，做得很好。人最怕有比较，而且人是要向别人学习的。经过这么多以后，我就尝试着学习价值投资。看书本的东西，再去实践，我发现香港市场、红筹、国企股都很便宜，2003~2004年国内B股也很便宜，具备很强的投资价值，所以一学很快就有效果。

● 问：为什么一开始是技术分析?

● 答：技术分析容易学，但入门容易精通难。1991~1992年还在上学的时候，我在地摊上买了台湾地区出版的一本书，好像叫《股票操作学》，这样开始的。当时觉得我的性格不擅长和人打交道，属于内向、学习型的。我学的是电力技术经济专业，后来读研究生选方向费了很多周折。我不善言谈，喜欢一个人思考，一个人琢磨一些事。当时对证券的理解是自己看报表，看电脑，买卖股票。如果把炒股当做一门生意的话，不会有当时流行的三角债，应收应付清清爽爽，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也不用去催账，赚了钱直接到我账上，我觉得这个商业模式很好，所以就选了这个方向。

● 问：从大学就开始做技术分析了?

● 答：大学就开始自己做了，也赚钱的。虽说是重技术分析，买公司还是要看财务报表，但是更偏重技术分析。所以当大势不好，一般觉得公司再好也要跟着跌，会全部卖出。但吃亏最大的是一些好公司卖了以后往往买不回来了，你不知道什么时候买。毕业到券商工作也是这样，技术分析为主，做风险控制，买股票虽然也写报告、也用基本面分析，但我骨子里还是技术分析。

● 问：什么叫“骨子里是技术分析”？

● 答：就是我不管做什么分析，只要觉得大盘见顶了，我肯定是要空仓的；大盘见底了，不管股票好坏我都要满仓的。而现在的做法是不断持续研究一批公司，觉得它的价值大约在什么价格属于合理。如果严重低估，这时候我是不管大盘的，最多在头寸[1]管理上考虑大盘下跌的系统性风险。就算2007年底，通过技术分析，我们觉得大顶的可能性很大，卖掉了75%的股票，但还拿着25%的股票长期持有，觉得有些核心品种还是要保持一定份额才能持续跟踪。2008年也不是最后政策出来才买股票的，下半年部分股票低估时我们也开始买一些。简单说现在投资是先基本面、后技术面，技术面更多是做大的趋势分析。

● 问：您2002年投资风格经历了很大的转折?

● 答：我离开长城证券，自己出来做了。跟一个早年的老领导出来的。出来以后，感觉压力大了，但动力也足了，视野开阔得多。但是风格从技术分析为主转为基本分析为主。

● 问：第一次开始用基本面分析做的尝试是什么?

● 答：深赤湾。其实我们最开始买的是盐田港。深圳是出好公司的地方，盐田港当时2~3期产能开始释放了。我们就去研究集装箱码头的世界格局，阿姆斯特丹、日本、韩国、中国香港地区。我们觉得加入WTO，中国这块肯定会爆发，

① 头寸，金融术语，指款项。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



盐田港也不错，只不过我们没赚多少钱。

2003年我们开始研究深赤湾，觉得这个公司小，一个码头、一个码头的新增产能在增加，我们最关心的是深赤湾当时和盐田港竞争到底有没有优势。我们了解到盐田港航线接近100条线，深赤湾是20条，后来在两年内变成63条，它的成长性是最好的。但是后来我们去参加股东大会，发现了些问题。本来深赤湾从20条线到60条线增量是很大的，但到54条线以后，我们就看不到空间了。正好2004年我们发现了更好的标的——张裕。

● 问：您是怎么开始投资酒类股的?

● 答：我是重庆人，也许因为来自四川这个酒乡的缘故吧，对白酒研究得很早，我记得1994年就买过泸州老窖。我完整地见证了白酒这个行业20年所经历的从低谷到复苏，再到后来的辉煌。所以在这个行业相对投资好一些，除了五粮液，从贵州茅台、泸州老窖，到二线的古井贡、三线的沱牌曲酒，基本都抓住了，当然错过的也有，比如洋河、酒鬼酒。

● 问：怎么看贵州茅台？当时想到后来能涨这么多吗?

● 答：投资永远都是走一步看一步。贵州茅台这种公司除了这两年就很少低估过，2007年在180~220元的时候我们曾经卖了90%的仓位。2004年我们去贵州茅台调研，去的人很少。那时候你只要去调研，走的时候每人会送瓶贵州茅台酒。

当时最震撼的是，贵州茅台高管会耐心地讲它的酿造工艺，通过这个我们知道了公司产品有不可复制性。后来参观了半山腰的酒窖，其实是存酒的地方，我记得我问了他这有多少量。我当时其实自己心里算了下，保守估计大概值70亿元，已经高过市值了，这就是安全边际。

● 问：您怎么看不同酒企业的优势?

● 答：贵州茅台酿一斤酒出来，放5年就能当商品卖掉。浓香型的白酒，酿造和酒窖有关。泸州老窖最大的资源特点是有超过100口井是连续酿酒超过100年的，最久的是1573年开始的。浓香型的酒，好酒窖里酿出一斤白酒只有5%~10%才能作为顶级的酒，还有90%~95%只能作为中低端酒。泸州老窖、五粮液最大的特点就是有年代久远并持续酿酒的老酒窖。像洋河就差一点，现在新建酒窖，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前10年产出的酒都是没用的，不是只能做低端酒，就是要倒回去培养酒窖的微生物环境。酱香型白酒在生产上有优势，但它也有问题，就是资金占用大，但贵州茅台幸好有高利润率。

另外，如果公司的品牌辐射力强，这只股票就没什么大问题。2006年以前贵州茅台信息披露是很透明的。每年股东大会之前都有股东大会资料，在资料里会披露下一年的财务预算。白酒的财务报表相对简单，一出来公司的现金流和利润就能算出来了。但是2006年以后就没了，直到2012年又有了。

投资永远不要认为自己掌握所有的底牌

● 问：快速消费品您投得多吗?

● 答：以前我们都是有限度地投一些快速消费品，但后来认识到食品安全问题，就投得很少了。最早蒙牛刚上市的时候，7~8元的时候我们还是很看好的，但是后来25元以上我们就卖了，主要觉得食品安全这个风险不可控。比如你说现在双汇贵吗? 这么大的市场空间，其实不贵，但你不知道什么时候又会冒出食品安全的事来。做消费品就是这个风险让我们很头疼。

● 问：公司产品净值一直表现不错，但是在2011年12月有个大调整，是怎么回事?

● 答：2011年底到2012年1月，我遭遇从业十几年来最大的挫折，因为我们配置了重庆啤酒。这个产品其实除了2011年12月~2012年1月以外，我们的表现应该还算不错。这次挫折也暴露了我们在投资管理方面的不足和风控的问题。2012年上半年我们一直在反思风控流程方面的问题。

● 问：投资重庆啤酒的教训有哪些?

● 答：最大的教训一是风控，二就是不要以为你知道底牌，三是你要学聪明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一点。当你赚了太多后面还有不确定的时候，你应该严格按照风险投资的原则来做，该减仓的时候就减仓。

● 问：2月份之后表现逐渐又回来了，您是怎么做到的?

● 答：我持仓主要集中在防守型行业，大概医药30%出头，食品饮料17%~18%，能源10%，其他还有一点。能源主要看好中国神华，消费就是白酒，还有少量的其他东西。中药我们在香港买的同仁堂科技。2010年的时候医药股有一波很大的行情，但是那个时候我们就认为这个行业不可能给这么高的估值。再好的东西都要有个价格。

现在我们对医药的想法也更完善了，第一研发能力是最重要的。研发能力就是公司研发部署、研发体系、新药品种，以及有没有一个梯队性的布局。第二就是销售队伍，销售体系的建设要逐步适应整个医药改革。第三是产品本身的竞争力，你不能做大路货，大路货只能靠价格竞争，就算不是独家产品，也至少要做到前三名并拿到生产批件的。第四就是你的产品线，一定要适应中国老龄化趋势的长期发展，产品必须是大病种，能出大品种的。

● 问：医药专业性这么强，您是怎么了解这个行业的?

● 答：学习。因为专业性很强，所以我们只能从宏观、中观层面去研究它。微观的业务，我们可能就要外包，比如和我们关系好的医生、券商的研究员。但我们也只是听从他们专业角度的看法。

● 问：过去两年一直坚持医药、大消费和能源背后的逻辑是什么?

● 答：实际过去两年，我们一直都是坚持医药、大消费和能源领域。中国经济进入到这个发展阶段，从2~3年来看，我觉得消费一定是个大方向。能源则涉及能源安全。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在中国又求名又求利肯定有问题

● 问：在投资职业里，您是怎么给自己定位的?

● 答：在投资领域，一种是快跑，一种是马拉松。我希望自己做一名马拉松选手，希望能一直做到50岁、60岁，而不是一个快跑选手，就做10年。我不追逐名。在中国，求名、求利都没问题，但是又求名又求利肯定有问题。所以说我们很少在外面接钱，都是一些很熟悉的朋友的钱。下一步我们也不会去外面接钱，这样做长期是做不好的。说老实话，私募一定要做一个精确的定位，你要跟公募去拼市场，依赖银行渠道是很难的。所以做之前一定要和客户沟通好理念，要慢慢做。我能做什么东西、不能做什么东西，我愿意做多久，我都给他讲得很清楚。

● 问：一般您投资一个股票会拿多久?

● 答：不一定。有时候反应太快了，内在价值和价格迅速收窄的话，我也会卖掉。

● 问：那您是怎么确定内在价值的?

● 答：有几种。比如最近我们在研究一个水电公司，像这类相对简单的公司，只要自来水、电价稳定，就是发电，我们就做模型、做现金流折现。我们觉得现在这个价格，最多到2016年，3年多的时间，每年复合回报率19%，到那一年我给10倍的PE。而且它2015~2025年装机还有1倍的增长。正常市场状况下我能算它这几年大致的涨幅，算下来复合回报为17%~19%，我就拿着。如果说突然市场好了，明年指数都涨到4000点，达到那个价位了，我肯定就卖了，不用等到2015年了。如果市场不是特别好，比如离目标价位还有20%的空间，但后面还有2~3年的时间要等，我可能也卖了。但有些股票，正常估值的时候你不能卖，需要等到高估才能卖。而对于业务复杂的公司，就只能持续跟踪经营数据来判断了。

● 问：这种公司一般都有哪些特质?

● 答：要具有长期持有的要素，就是巴菲特那12条，品牌、独占性、商业模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



式等。这种东西就要长期持有，只有高估才能卖。还有一种情况，你这个组合是固定的，但你找到了更有吸引力的品种，如果比你的组合更好，也可以卖。

● 问：买了不涨怎么办?

● 答：经常有。我买了股票基本上都是先跌的，那我就反思错了没有，如果没有就坚持。所以知道了自己的特点以后，我一开始不买足够的量，比如我准备买10%的仓位，先买5%，除非我觉得市场会很好。像现在市场还在下跌的过程，我一开始先买一半，买了以后会反复琢磨。实际上我们对一个公司的研究不是3天，而是3个月或者半年才能琢磨清楚。这是个技术活。正是因为这个，需要思考公司的方方面面、每一个细节，慢工出细活。市场到现在这个阶段我们并不紧张，如果有些私募现在做趋势其实很紧张的，老在想要不要抄底或者要不要斩仓。我们目前仓位在75%，其实是很高的。但是我们不太紧张，因为只要我买的东西具有足够的防守性（指的是受经济影响尽可能小，不要遇到过两个月马上出半年报而它的业绩大幅下滑的）。我们也在研究电商，现在可能历史估值是最便宜的，但现在打价格战、零售的业态可能会有大的变化，所以也只能先看着。

● 问：您一般股票集中度如何?

● 答：一般是10只。单一品种特别喜欢也不会超过15%，这也是2012年总结出来的风控。

● 问：除了贵州茅台，还有没有特别喜欢的公司?

● 答：张裕是我最喜欢的，比贵州茅台还喜欢。因为治理结构是最好的，管理层从来没让人失望。但现在有些大麻烦，比如中国葡萄种植环境、原料，还有进口酒的冲击等，所以我2012年一季度卖光了。但它的管理层是一个非常睿智、善于学习的管理层。

● 问：管理层有多重要?

● 答：如果是垄断、资源性的企业，管理层我从来不看，比如中国神华，从来没去过股东会，就分析报表。但是充分竞争行业的管理层就太重要了，你说30%、50%的比重都不为过。10年以前你能想象今天的张裕吗?

● 问：怎么看广药王老吉和加多宝之争?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：广州药业只有一个品牌，生产是外包的，团队要重新建设。加多宝做这么好，实际上我觉得靠的是团队，而不是这个品牌。要知道广药手里这么多品牌都没做起来，凭什么相信这就一定能做起来？广药以前做药，现在这个产品是快速消费品，跨界了。而且生产外包安全没有保障，渠道还要重新建立，很麻烦。加多宝现在赞助《中国好声音》，反响很好。所以我不太认同王老吉能做很大。另外，我们也算过，就算这块业务能做起来，它毕竟不在上市公司，还要做定向增发，拿进上市公司。就算定向增发给10倍PE，算下来现在价格对应市盈率都已经25~30倍了，已经没什么意思了。我们是按他50亿元的销售额、销售净利率10%做的赢利预测。

做投资就像盲人摸象

● 问：什么时候觉得自己对公司真正看透了？

● 答：你说这句话的时候，往往就有问题了。重庆啤酒就是这个问题，我觉得自己看透了，但还不行。其实我们做投资的就像盲人摸象，摸到鼻子、嘴巴都只是真相的一部分、一种感受。因为现在信息不透明，管理层利益太大了，他们经常说假话。所以对一个公司如果没有研究到一定程度，我是不去调研的，怕被忽悠。

● 问：您平时主要都用哪些研究方法？

● 答：从2012年7月份开始，我们在研究一个新课题，就是零售。原因很简单，一是估值不贵了，二是中国经济现在在下行周期，有通缩就有通胀，而零售是受益于通胀的。所以你在下行周期如果不研究清楚的话，在上升期的时候就不知道选什么好。而正好研究零售逃避不了电商，就一起研究了：电商到底对零售、百货公司、卖场有什么影响？电器、化妆品等这些品类和电商是什么关系？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



哪些影响最大，我们就要规避哪些东西。通过这种研究，我们就想把电商的竞争优势理出来，看苏宁到底行不行。苏宁已经有配送中心、有实体店了，和京东打行不行？然后你就能找到哪些东西是不受电商冲击的。之前我们开会就讨论到，西部地区是不是受电商影响小一些？我们是不是多看看西部的零售企业呢？这是一种研究思路，叫自上而下选择。

还有一种研究是自下而上。我们研究员每天会看上百份报告。每天先读题目，感兴趣的打开看看。如果感觉有意思，就继续深入去看。我们公司真正对技术分析有研究的就两个人。其他人在一起都是基本面。定量是最后一步做，先是定性。要先定性，看值不值得做定量。

● 问：在您眼中什么叫“便宜”？

● 答：不同行业不一样。比如银行，我觉得这个位置就便宜，但我们也不知道便宜之后有没有更便宜。而一些品牌消费品公司，如果未来增长确定性高，PE是可以高一些的。我们可以进行全球性比较，比如和美国的同类企业做对比。但一个企业便宜与否，最根本的还是对未来现金流折现的估算，这是绝对估值。

● 问：为什么银行便宜？很多人觉得是陷阱。

● 答：只要中国经济不出大问题，坏账是分年出来的，如果这样的话，每年的拨备[①]、税前利润是能抵御的。撇掉坏账后，市盈率会提升1倍，从5倍提高到10倍，但还是合理的。至于现在是不是最坏的时候我们不知道。话说回来，如果银行坏账真的集中爆发，中国经济也完蛋了，你买什么资产都会大幅度贬值。唯一的区别就是，有些资产跌了可能未来再也涨不回来了，有些资产跌了未来还会涨回来。

● 问：那现在抄底银行会有比较大的机会吗？

● 答：我们对银行的看法是，现在这个位置，不一定是绝对负面。但我们觉得没有什么意思，毕竟我们是成长股投资人。2012年不对称减息、金融体系的利率市场化，这都是早就可以预期的，肯定对银行是不利的。银行我们

① 拨备是进行财政预算时，估计投资出现亏损时所预留的准备资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也不是从来不看好。2005年买银行股的时候，招商银行5元多买的。后来接近20元也买，再后来从37元一直卖到43元。卖的理由很简单，招商银行37元以后，它的利润是德意志银行的1/4，市值跟德意志银行一样，不合理。

后来随着时间的推移，我们发现银行是同质化竞争。2005~2006年买招商银行时最大的期望是它的个人零售、信用卡业务。我们看花旗银行信用卡业务非利息收入占比是超过一半的。后来看它信用卡业务2005年发了300万~500万张，再后来达到2000多万张，但它收入增长并没在总业务中占到比较高的水平。当然可能现在开始，它非利息这块业务会上升，但这个上升不是在利差收入稳定的情况下上升的，而是利差收入下降的时候上升的。

● 问：很多人说投资是寻找确定性的游戏，确定性好找吗?

● 答：有些好找，有些不好找。投资的确是找确定性的游戏。除非你很超前，否则确定的都是不确定的。但有些东西是确定的，你看经济每年在波动，但从3~5年的角度看波幅就会比较平缓，如研究中国的煤炭行业，假设只有一个，就是中国能源结构未来会不会发生重大改变。如果像美国，2002~2012年页岩气比例提高这么多，或者石油依存度比例大幅度降低，那就瞎了。这时候你就要问中国未来5~10年煤炭结构会不会改变，你就要研究页岩气。页岩气最大的问题是对地下水的破坏，美国很多页岩气是在荒漠中间，中国页岩气好多分布在人口密集的地方，那地下水怎么弄? 但必须弄，因为中国石油依存度太高了。这些问题你都得一个个琢磨，没有3~6个月时间是弄不清楚的，所以确定性只能是相对的。

● 问：如何避免犯错误?

● 答：我对错误的理解是，不可能不犯错误。因为如果一点错误都不犯，只有两种结果，一是中庸，二是待在你自己最狭小的领域里。第二种也不是说一定不好，但对我来说，我还是想学习。我从来没有想过完全回避错误，我觉得不要犯大错误或者造成太大损失就行了。

● 问：您最成功和最失败的一笔投资?

● 答：成功案例很多。失败案例原因都一样，一个是重庆啤酒，一个是2003年投资的南方汇通，当时我们对科技的更新换代认识不足。南方汇通主要做2G的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



微硬盘。当时觉得很牛，因为已经看到了数码产品会带来移动存储的巨大需求。但后来发现它的路径走错了，CF卡、SD卡这些东西起来了，自己又不懂。那笔错误投资当时没赔钱，因为市场炒得很凶，但我觉得还是犯了很大的错误。

● 问：为什么没亏钱也算重大错误?

● 答：错误标准固然是有没有亏钱，但另一方面就算挣了钱，后来发现你之前的预测是错的，也是犯错误。这让我觉得能力圈的重要。犯的错误是在这个领域赌多了，当时买了30%仓位。没亏钱是因为那个时候技术分析用得很多，还没丢掉，觉得不行就走。

● 问：最成功的投资呢? 是贵州茅台吗?

● 答：伊泰赚的倍数更多，而且量足够大。主要伊泰提供了两次买入机会，2005~2006年1次，2008年1次。贵州茅台2008年我们有，到现在1倍半，伊泰2008年到现在都涨了5倍。

做技术分析发不了财

● 问：您怎么看技术分析的局限性?

● 答：从历史上看，哪个做技术的发了财? 那些做期货的也是，绝大多数不能保有财富。技术分析我觉得就是概率，如果样本足够大，成功概率、失败概率是算得出来。但是就某个单一个体来说，可能成功90次、失败1次就能把你干掉。你守纪律，但遇到极限情况你怎么办? 有些事情是来不及止损的，比如“黑天鹅事件”。

不过基本面分析也有一个问题，就是对能力要求很高，门槛很高。而且我有时觉得基本面分析是最大的赌徒。比如说现在你长期投资拿的是贵州茅台，结果很好。但你要拿其他的股票呢? 很多股票已经退市了。我不排斥技术分析，只不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过是基本面分析更适合我。

● 问：您怎么看成功投资者必须拥有的特点?

● 答：第一素质就是要非常执着，你必须具备在正确道路上坚持的鉴别能力。巴菲特也好，格雷厄姆也好，我觉得有几句话需要反复体会：一个是投票机和称重机，就是你要利用“市场先生”的不理性而不是被他利用。你必须正反两面都反复评估，评估自己的能力、评估市场，你的能力圈在哪，能不能适合这个市场。

只有知己知彼，才知道在能力圈范围内沿着正确的道路坚持前进。再一个就是勇于认错，这又是索罗斯的讲法。我觉得投资的大敌是要面子，很多投资人回避不了这一点，不能承认自己的错误。第三个就是学习的能力。一个企业也好，一个人也好，要想不断进步就要不断学习。这也是我愿意在适当情况下犯一些小错误，去尝试是为了保持自己的学习能力。

● 问：您自己的性格有什么优势?

● 答：我最大的性格优势是沉着。我对财富有追求，但对它的损失或增长也能坦然面对，这点很重要。很多人面对挫折或打击以后，可能调整时间会很长。第二个缺点是优柔寡断，这就是书读多了的坏处。当然这也不能完全说是缺点，因为优柔寡断对应的就是瞻前顾后。你在做投资决策的时候瞻前顾后实际上是一个优良的品德。但是你太优柔寡断的话也不行。我记得赵丹阳跟巴菲特吃饭时问的最重要的问题就是，我什么时候该重仓? 当你看好标的的时候，要知道什么时候该重仓。其实人这一辈子可能只有20次可以出手的机会，真正的大机会可能只有三五个，这种大机会你不逮住的话，怎么能将其他地方赔的钱补上，使整体收益变成一个正收益呢? 遇到大机会的时候，你需要把大仓位的全部筹码都押上，但这种做法可以说是赌博，为什么有些人全押能成功，自己就不能呢? 因为你只知道他全押的一个瞬间，而没看到之前的工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从业以来最大的改变是越来越胆小

● 问：您从业以来投资性格最大的改变是什么?

● 答：最大的改变是越做投资越胆小，因为风险无处不在，“黑天鹅事件”经常出现，某种程度上让自己更加瞻前顾后，但这又带来把所有筹码都押上的问题。所以投资是很矛盾的，你需要知道什么时候该重视正面，什么时候该重视对应的另一面。很多人说这是门艺术活，不是技术活。我自己的性格一直变化不大，沉默寡言，喜欢坐在一边思考。

● 问：比较喜欢看的书籍有哪些?

● 答：我比较喜欢看管理类的书，尤其彼得·德鲁克的书，我们没有经营过企业，这是我们的短板。第二喜欢看武侠小说，第三喜欢看历史小说，尤其战争史。最近两三年比较好的书，查理·芒格的书值得读，但翻译得不好。看看《投资者的未来》，以及彼得·林奇的那几本书，对非专业投资人帮助会比较大。巴菲特每年的年报要反复看，每次看都有收获。乔治·索罗斯的书，看了很兴奋，但是后来发现很难复制。

● 问：如果没有生意头脑或者数学不太好，对投资影响大不大?

● 答：高等数学用处不大。因为建模是个很专业的东西，要求有点高，需要本科、硕士财经类的专业培训。我觉得投资对常识要求很高。在生活中实际要注意的是，天下没有免费的午餐。当馅饼出现在你面前的时候，确定是个馅饼你要奋不顾身地扑上去，但是上去之前你要转两圈，看看有没有陷阱，要想一想“天下没有免费的午餐”这句话。

● 问：您目前的职业快感来源于哪里?

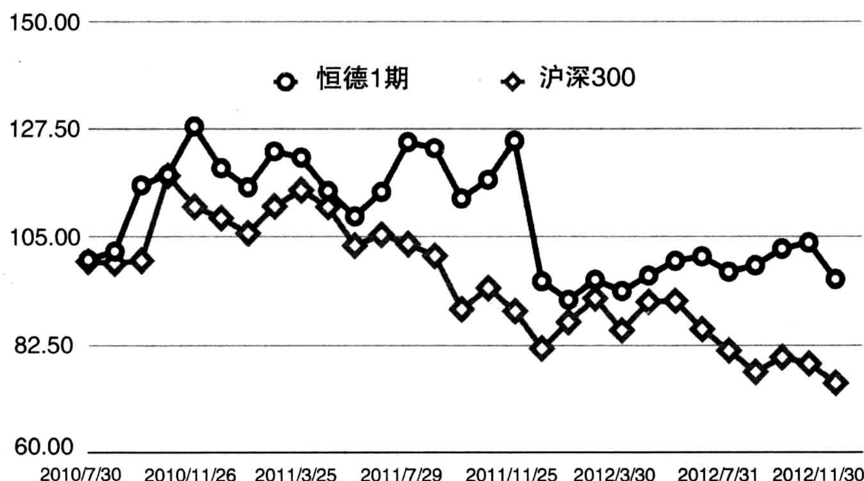
● 答：我喜欢投资。发现一个好公司给我带来的快感比什么都强。我从20世纪90年代就开始这么觉得了，投资已经成为我生活的一部分。生活上都是我太太帮我打理一切，所以我很感谢我的太太，是她让我能专心做自己喜欢做的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



参考资料

投资业绩



（数据来源：好买基金网公开数据）

恒德1期业绩

贵州茅台(SH:600519) 买卖 ✔已关注 取消

¥204.00 -1.250 (-0.61%) 2012-12-27 10:15:21(北京时间) 实时行情

今开： 最高：207.10 最低：203.74

成交量 52周最高：266.08 52周最低：170.90

市盈率 每股收益：8.44 每股净资产：26.81

总股本

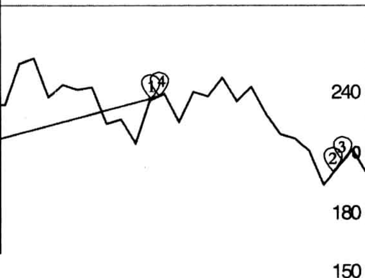
保守投资人V： 09-07 12:38 ×

分析很详细，但应该有个隐含假设就是认为未来几年茅台的销售量会逐年以13%-18%提高。这个假设成不成立值得思考：如果经济持续低迷：政府财政收入会大受影... 评论(0)

骑士：贵州茅台提价分析以及对2013、2014年业绩推算和估值分析：9月1日，茅台提高出厂价格。本次提价，不进行追溯，只是在9月1日提货的茅台就进行提价。具体产品明细如下：1. 53度茅台酒提价200元，从619元提价到819元，提价幅度为32.3%，专卖占零售价为1519元，专卖店赚取的每瓶利润是700元，专卖店毛...
评论(35)

股票对 看行情 查看讨论 恢复默认 全屏

• 贵州



© XUEQIU.COM

2012

个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

董宝珍：投资也需要哲学

采访者：@王星Vincent



董宝珍

北京

股票4只　讨论79条　粉丝1318人

经常讨论：贵州茅台，大秦铁路，苏宁电器

认证：凌通价值投资网的创办者，北京否极泰投资咨询中心执行合伙人

背景资料

在国内公募券商派云集的私募圈，“草根”出身的董宝珍无疑是个异类。基本上没受过什么专业投资训练的他，仅仅通过自己的努力，不仅在早期创办了知名投资网站“凌通价值论坛”，还于2010年成立了自己的私募基金否极泰，在过去大盘低迷的两年内为其合伙人带来了超过20%的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



然而，董宝珍这种“土八路”的风格却也给他带来了不少争议。有人认为他所谓的“精神文化经济学”根本就是大忽悠，并且“否极泰”这两年超额的回报只不过是由于重仓贵州茅台的“巧合”。

董宝珍学计算机出身，1994年进入券商做了一名普通的技术工程师。1998年，他从券商离职，在家乡内蒙古包头一边卖软件一边炒股谋生，顺便写写投资博客。一次偶然的机会，董宝珍接到一个来自一位英国华人的电话，对方表示很欣赏他的博文，同时鼓励他建立一个投资交流网站——也就是凌通价值网的前身。在做网站的过程中，董宝珍慢慢发现了自己的天赋。随着网站的规模和影响越来越大，他也开始意识到帮别人管钱也可以成为一种正当的职业。

2008年，董宝珍只身来到北京，以观众的身份参加了央视的一期对话节目。正是这期节目中的一段简短发言，让他被央视制片人相中，并邀请其作为嘉宾与当时《中华人民共和国证券法》起草委员会的专家一起录制了一期关于股市的节目。节目播出后，董宝珍的名声大震。

同年，“出了名”的董宝珍正式从老家内蒙古包头搬到了北京，开始加大运营凌通价值网的力度。2010年1月，董宝珍正式成立合伙制私募“否极泰”。成立之初，董宝珍曾经重仓贵州茅台、大秦铁路和中国平安等金融类股票。但从2011年开始，董宝珍就开始斩仓金融。财报显示，“否极泰”目前贵州茅台持仓占比超过60%，剩余大部分为大秦铁路。

在将近3个小时的访谈中，董宝珍一直宣称自己是投资哲学家和艺术家。他表示自己目前基本上已经不看“现象”，只从“哲学层面”解决问题。每天早上，董宝珍都要骑30公里的自行车，找一个没人的地方安静地思考哲学问题。他说自己主要的娱乐方式是就是“思考玄之又玄的问题”。

董宝珍认为自己天生就是一名“价值投资者”，表现为在日常生活中对品牌有着天然的反感：目前他使用的手机还是一款10年前的诺基亚产品。草根出身的董宝珍还非常喜欢和社会最底层的人打交道：为了了解某款酒的销量，他甚至会去超市花3个小时帮女售货员搬酒。而对一些“衣冠楚楚”的官场中人，董宝珍有些本能的反感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在董宝珍的高中同学和长期合作伙伴贾晓波看来，董宝珍性格最重要的一个特点就是“偏执”。当然这种性格优点就是对自己非常的自信。按照他自己的话说，他是中国价值投资者里唯一“玩真的”的人，为他自己喜欢的事情可以“玩命”的。

主要观点

1. 投资确定性来自于历史和文化，因为历史文化是唯一不能再生的。

2. 我从来不买小公司。因为小公司都在自由竞争阶段。我有个理论叫“太子”理论，我只买“太子”。为什么? 因为太子是确定的皇帝，而且我这个太子的兄弟要少。你别有一百个兄弟。

3. 把价值和趋势结合是胡闹，不要试图给老虎插上翅膀。

4. 我不会介意单持一个公司，因为我们大部分人的重大利益都是不能分散的。习惯性分散是一种自我欺骗。

5. 风险就是你不知道、不清楚、不了解的东西。对风险的管理就是永远不进入这个领域。

6. 我是不信任何人的，我不靠人，我认为优秀的管理层是风险。因为他终究会不优秀的，他终究会病的。

7. 一个拥有无限兵员的将军永远打不了败仗。很多将军失败是因为没兵可派了。所以投资人一定要在场外建立外生性资金，借钱就是外生性资源之一。

8. 有些变化是随机的，必须以承受来应对。这时候合伙人的素质就很关键。就像诸葛亮，背后站的是刘备就能成，站的是刘备的儿子必败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资离不开哲学

● 问：您的理论好像特别多，您总结有什么是核心不变的投资理论吗?

● 答：我目前相对走向不变，但是实质上我仍旧在过程中，仍旧在探索。说实话，中国还是一个“婴儿市场”，但是说我们在这个“婴儿市场”期已经出现很多大师了，这是不可能的。整个中国资本市场、中国投资界都是“婴儿”。这些“婴儿”都在学走路，不会有大师的。但是市场上到处都是大师，到处都盛产巴菲特，这很荒谬。我用了十多年才知道往哪个方向上使劲。

● 问：应该往哪个方向?

● 答：往哲学和文化上。因为投资本身不是科学。投资处理的客观对象是混沌的，它是一个全息系统，跟宇宙全息。墨西哥的蝴蝶抖动一下翅膀，中国股市就崩盘。它无所不影响，无所不关联。在这样一个全息的复杂混沌系统面前，一切技术性思考方式全都文不对题。

股市是一个生命体，不是一块砖头，股市不是一个简单事物，而是复杂事物。复杂事物无法用技术手段掌控，所以教科书上的那些知识都没法用。根本出路在于哲学化以及系统性的整体把握。整体看待事物就是哲学化。我的企业叫“否极泰”，这就是阴阳的关系。“否极泰来”是句正确的废话。但是处理股市还得用这种正确的废话。一旦具体化就是精确的错误。用哲学的观点来看待客观市场是唯一有效的。

● 问：哲学的操作性问题怎么解决?

● 答：如果真正到终极投资，就没有操作了，不需要操作了。投资到最终极的时候就弃术了，不用方法了。你说巴菲特用什么方法? 巴菲特主要的工作是不要让自己使用任何方法。他的工作实际是约束自己不要展示自己的才华和技术。为什么我们要研究哲学，哲学是求道。求来求去我就相对不用术了。这是一个真正的方向。就我本人来说我的终极目的是成就哲学体系，我死了以后不想让别人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



说董宝珍有多少钱，我希望别人在我墓碑上刻上：此人是投资哲学家和投资艺术家。我追求的是这个。这是我的真正方向，而且我知道这个方向的具体着力点就是中国哲学。

● 问：您的意思是只要把哲学修好了，投资就好了？

● 答：也不是。你前5年必须得读年报、财务数据，以及研究企业发展规律。你完成了这个才能上升。所谓“破山中贼容易”，“破山中贼”就是强调研究客观，财务数据、企业规律、企业调研、成长规律就是“山中贼”，这是客观学术。

● 问：那您觉得投资大师的根本分别其实是在哲学层面上？

● 答：一是哲学层面，二是品性。尤其是人品。股市奖励的是人品，不是奖励智力。杰西·利弗莫尔[①]最后也自杀了。他很富有，但他说我的人生是失败的人生。他结了三次婚，钱全部用作享受了，你看巴菲特什么时候享受过？

● 问：您说是2007年才开始转变风格的？之前是什么风格？

● 答：是，当时一年暴涨一年暴跌，我完全转向哲学化了。其实我天生是价值投资者。我原来在证券公司工作过，证券公司牛市时很赚钱，我们工资也高。别人花200元买一件衬衣，而我花100元买6件。同事们还笑话我，说：“你看他就买便宜的。”后来他们就不笑话了，因为我天天是新衣服，他们200元买的很快就变旧了。我天生就爱买便宜货，你看我的手机，我认为手机就是通话用的，只要能让对方听到说话就行了，它功能完成了，没必要买很贵的。

● 问：那您不用一些先进技术手段帮您搜集信息，包括更好地整理信息吗？

● 答：我已经哲学化了，我不围绕现象思考问题了。比如说我投资的股票跌停了，董事长怎么了，这没什么关系。我现在什么信息也不用。

● 问：那从哪些渠道了解信息？平时怎么做投资决策？

● 答：我就哲理化。比如我买过贵州茅台，都说贵州茅台的管理层很差，营销也很差，这种情况下我为什么买？我买的是中国文化，买的是礼品文化，是礼

① 杰西·利弗莫尔，20世纪20年代纽约华尔街活生生的传奇人物，是那个时代最花哨的百万富翁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



尚往来的文化载体。这一条就够了。

投资确定性来自于历史和文化

● 问：您比较看好老祖宗的玩意?

● 答：对。包括北京的臭豆腐，臭豆腐就算不能扩大市场份额，但是它再存在500年应该没什么问题。所以，投资确定性来自于历史和文化，你要靠别的维持是不行的。别的因素很脆弱。你看广东健力宝，其实它衰败了好几轮了，但是现在还可以复兴，因为它在老百姓中有认知，产品往那儿一摆就能卖出。虽然现在没有人好好地去运作它，但是健力宝没有垮。

包括但斌说的广药，实际上加多宝和广药很值得看，很有味道。这两个公司的矛盾中揭示了一个商业规律，就是到底是无形的品牌重要还是有型的渠道重要。这两个公司恰恰一个是无形的优势，一个是有形的优势。加多宝现在很强，市面上基本看不到王老吉。但是我还是认为王老吉可能起来。因为它拥有无形的东西，抽象的文化属性，有历史文化做保障。虽然它现在厂房啊什么的都没有，但是很难说它起不来。我估计这两个最后都能起来，形成“双寡头”格局。

回到我的主题思想，投资就是投历史文化，因为历史文化是唯一不能再生的。一切工业制造业品牌都没有生命力。品牌主要都是吃吃喝喝，玩玩乐乐。从终极来看，格力电器绝对不会比通用汽车更美好。虽然现在无限风光，但稍不留意就出问题。格力电器的壁垒是很弱的，还包括钢铁水泥这种企业。个别行业由于当家人的能力表现出一种强势，可是当家人会生老病死的。

● 问：水泥企业的运输半径优势算不算壁垒?

● 答：这种壁垒太单一了。它面临需求波动过大。水泥是重资产型，你是垄断了，但当需求上来的时候还得盖生产车间，当需求下来的时候生产车间又成包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



袱了。周期性重。虽然白酒也是周期性行业，但是白酒是轻资产，今年卖不掉先放着，明年年份酒又卖出去了。工业制造都是重资产，重资产扛不住周期，且人力成本一上来，利润就没有了。

● 问：那大秦铁路呢，为什么您也重仓了很多?

● 答：大秦铁路可能是最终影响我投资理念的一只个股。我持有3年尚未赢利，分红补偿以后还亏10%左右。我原来买大秦铁路是按照本杰明·格雷厄姆的思想，就是只要便宜就行了，至于未来是否美好，我们不必太多计较。当时我买大秦铁路是10倍市盈率，现在倒好，是8倍市盈率了。我本来是想在大秦铁路上捞一把就走，我认为一年半载就价值回归了，结果一等就是3年。在这3年里面，社会环境发生了重大变化，再加上经济又波动了。所以本来是短期套利，没有套利成功又觉得估值很低，也没走。而且我再次强调，现在也不能走。现在走了可能又是一个笑话。

● 问：那现在回头看，投资大秦铁路是个错误吗?

● 答：应该不是一个错误。当以10倍市盈率买下中国一个战略铁路的时候，没有挣钱就错了吗? 不一定是错误。但是在这个过程中揭示了一个真理，就是它不能成长。这种不能成长的资产，本身抵御不了估值整体下移的垮塌。我们在大秦铁路不赢利，是中国估值体系整体崩溃了。我们3年前买大秦铁路的时候，市场整体估值是20倍，现在平均12倍。市场平均估值下跌一半了。原来10倍市盈率就是全市场最低市盈率了，又是稳定的非周期行业，可是在这两三年里，中国股市的整体估值给拦腰斩断了。在这个现实面前，大秦铁路就相对无优势了。它又不能成长，所以价格就上不去。

贵州茅台的市盈率也在下跌，但股价还能维持，因为它业绩还在增长。所以大秦铁路这个事情，很难说这是个错误。这反映了一个深刻的问题，就是在当前中国股市整体估值崩塌的情况下，只有成长才能扛得住。因为估值水平崩塌了，低估变成高估了。3年前的低估值变成现在的合理估值了，所以它不能靠估值波动来获利。

● 问：中国估值下移未来会持续吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：应该说适当下移是可以的，现在有点过度了。不管怎么说，长期来看，中国股市平均市盈率不应该在10多倍。我觉得15～20倍市盈率是正常范围。中国人均GDP不到5000美元，还不如马来西亚，跟泰国一样。但中国人民很勤劳，市场潜力大，人多，再涨一涨是正常的。

只买“太子型”的企业

● 问：讲讲您的具体选股方法?

● 答：我的流程先是财务分析，财务不达标是不行的。我要买好公司，标准是能挣钱。特点是毛、净利润率要足够高。

● 问：您对毛利率的要求是?

● 答：我的要求是高于35%，而且要常年稳定，净利率要15%以上。常年不稳定也不行，像钢铁、房地产的毛利率高是不稳定的。还有就是产业结构，必须是垄断的。就是说这个行业必须已经实现垄断了，相对确定性有了，比如我看好苏宁电器，就是它的产业结构决定的。

● 问：但现在很多人觉得因为电商的冲击，这个产业结构是最不稳定的?

● 答：再不稳定，京东进来也不会多于5家。现在传统电商就苏宁、国美，京东进来、一号店进来，易迅也进来算5家。全国这么大市场有5家垄断着，就算是相对确定的市场了。怕的是有一万个竞争主体，谁知道你会不会被竞争没了呢? 产业结构一定要已度过自由竞争阶段的。

● 问：那意味着市场集中度要高?

● 答：是的，我从来不买小公司。因为小公司都在自由竞争阶段，不好说谁会竞争出来。虽然它领先，但很难说它就成功。我不买小公司，原理就是它没有确定性。我必须要等它这个产业基本结束自由竞争了，谁是老大都看出来了。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



原来有个理论叫“太子理论”，我只买“太子”。为什么？因为“太子”是确定的皇帝，而且我这个“太子”的兄弟要少，别一百个兄弟争皇位。

● 问：会不会等什么都确定了，价格就涨起来了？

● 答：巴菲特一生不试图去发现成长股。他前期也不买成长股，都是大公司。巴菲特没有主动发现小公司。只要你主动发现小公司，你就会发现不确定性。巴菲特买入可口可乐是在可口可乐发展100年左右的时候，是成为世界级企业的时候。他买IBM的时候也是。

● 问：就是要不受益于市场集中度的提高，而受益于整个盘子的变大？

● 答：对，在它们还很小的时候是看不出来的。为什么我要买“太子”，而且兄弟不能多？因为我终极目的是要押注谁当皇帝。

● 问：当年吕不韦投资嬴政的时候，嬴政也不是太子呀？

● 答：这个就是超级人才做的事了。这就是彼得·林奇的困境反转型，我就投资一个很差的公司，一旦差公司变好我就有极大的回报。这属于超一流人才干的事，难度非常大。巴菲特说过一句话：“我不认为我可以给青蛙一个吻，令青蛙变成王子，我对远景很美好的公司没兴趣。”所以巴菲特的成功是靠保守获得确定性。我不买“状元”。很多人想在1万个秀才里选状元，这是很不确定的。巴菲特的精髓是确定性，以绝对确定性作为一个前提。没有确定性，你说可能性，巴菲特不玩。

● 问：但这里面也会面临一个困惑，就是等什么都确定了，也贵了。当“太子”被任命的时候，这时候再去接近他就晚了。这个问题您怎么解决？

● 答：一定要买长周期的，就是说它的成长周期一定不能因为它大了而终止，天花板要高，甚至没有天花板。比如我最近说拥有自动提价权的公司是没有天花板的。它老提价，而且年年提价，这就自然没有天花板了。我特别想讲的一句话就是，中国最好的“小盘”成长股是贵州茅台。

● 问：就是说只要选择了这种没有天花板的企业，就算估值高一点买也无所谓？

● 答：对。抓小是有危险的，是赌。价值投资和赌水火不容。价值投资是确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



定可行才下手。你说这个公司也可能成长，也有可能不成长，但是它很小，看起来它有很大的潜力，我是不投资的。

● 问：但这种所谓“选美”的游戏在A股市场很普遍呀，就是不猜谁是真美女，只赌大家会觉得谁最美？

● 答：我以前干过这事。这是条死路。除非个别人特别有能力，至少我是不敢玩这种游戏了。我原来玩过，虽然我是价值投资者，但也走过这个阶段。这条路没有出路。

● 问：能不能讲讲当时的经历？

● 答：把价值和趋势结合是胡闹。千万别胡闹。为什么？另一种说法就是，不要试图给老虎插上翅膀。价值投资就是基于企业的确定性未来投资的，这是你的根本理论。你说我要在这个前提下，再加上一个市场博弈，我给老虎装上翅膀，这就太厉害了。对不起，自然界没进化出这种动物来。老虎要长了翅膀，别的动物去哪生存？价值投资很多时候是很困难的，比如现在价值投资者持有的过程中每天下跌。趋势投资者就撤了，你就得忍着，没有两全其美的，人无完人。《道德经》说的是“大成若缺”，哪有什么都不承担的呢？所以就是说，选美理论，你可以单独选美。索罗斯的成功就是选美理论。那个成功难度相当高，你得比那么多人都要聪明。

入行经历

● 问：您没有想过纯粹玩趋势吗？

● 答：没有，我认可价值投资。我1994~1998年在证券公司工作，可是我理解不了，为什么这几条线这么玩一下就涨。但我能理解价值投资，理解公司好才能涨。

● 问：1994年入行的时候，大家不是都是玩这个吗？您是怎么做到独善其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



身的?

● 答：因为当时没有炒股。我从证券公司出来才开始做投资。当时考试考技术分析，我基本上是背会的。但是背我也不知道是什么意思，感觉完全是胡闹。我就有一种朴素的想法，这个公司好才行，如果公司不好你买它干吗呢?

● 问：当时那些垃圾股一夜暴富的神话就没打动过您?

● 答：我看见了，看见了我才觉得什么叫疯狂。我当时在包头，那时有一个黄河化工上市了，那股价“嗖嗖”就上去了。但是你要去黄河化工厂走一趟，那地方没有人烟，只有几个破败的大门和几个快倒塌的烟囱，就跟墓地似的，但股民不知道，股价“嗖嗖”就上去了，这个太可怕了。

● 问：您第一次买的是什么股票?

● 答：东软股份。我原来是证券公司的网络管理员，我管结算，跟交易所的通讯联系。所以第一次买东软股份，第二个是长城科技，现在叫长城开发。第三只是伊利股份。买前两只是因为我的职业，我接触什么就买什么。无论是东软还是长城，经营变化我一看就知道是什么意思。1996~1997年还涨了一轮。后来包头6.4级地震，我去抗震，就忘了这个事了。后期就向消费食品转移了。

● 问：什么时候开始往消费转移的?

● 答：后来我发现，无论是东软集团也罢，长城科技股份也罢，周期性太强，涨得快，跌得也不慢。后来就向消费转型，2000年前后买了伊利股份。通过伊利，我最终回归了巴菲特的投资理论。后来伊利发生变化，我觉得太乱了，也撤了。现在我不买靠人经营的公司了，因为成是他们败也是他们。我就买不靠人就能活的，包括景点呀、老品牌。

● 问：什么时候想做“凌通价值论坛”的呢?

● 答：我1998年离开证券公司，后来就炒炒股，写写博客。某一天，突然接到英国来的电话，是一个华人，很客气地说通过阅读您的文章，有很多深刻的体会，希望能频繁跟您交流，并且建议我把这些弄个网站。我是学计算机的，就弄了一个网站，把文章发上去了，刚开始那个网站都是我的文章，后来有几个人跟我们一起弄，也没有什么商业模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：那您当时靠什么生活?

● 答：我不敢说全靠投资，我卖些软件，然后炒股，业余时间搞搞这个网站。后来通过这个网站完成了自我能力的发现。我之前在股票方面也有所盈亏，倒也没显示出有什么与众不同的地方。

● 问：什么时候想到自己有一天会帮别人管钱?

● 答：很早就想到了。我在2006~2007年就意识到了给别人管钱可以成为一种职业。2007~2008年我基本上认为自己也能做。因为在2008年的时候，我确实是在5000点之上减仓了，完全靠的是朴素的感情，觉得这完全没法做了。虽然后来又在3000点进去了，但基本上是避过了这次危机。再加上其他因素，我觉得自己还是有能力做的，就强化信心了。现在我的“否极泰”做到这个程度，我就更知道未来的路了。

● 问：从2010年开始“否极泰”的累计回报率达到了21.75%，远超过同期沪深300的-11.24%，这个业绩您觉得是偶然还是必然?

● 答：我现在也在求证。我觉得必然的成分多一些。我主要持有贵州茅台，但这是我十几年积累的一个综合反应。我已经意识到，物质性生产企业没有办法长期赚钱。我原来买过中兴通讯，那是一家很好的公司，国际化做得很好。但我最终发现，生产任何物质性产品的公司都不行，所以我就想要避开物质性的。我还买过TCL，当初欧洲收购失败的时候2元钱买的，最后跌到1元多。所以就觉得物质性商品是绝对不能玩了，就回归非物质，回归到哪里呢? 就是文化和历史。

习惯性分散是一种自我欺骗

● 问：不怕一只股票风险有点大?

● 答：我不会介意单持一家公司。因为我们大部分人的重大利益都是不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分散的。习惯性分散是一种自我欺骗，你分散就没风险了吗？因为我信任、我了解，所以我就集中投资。我不能保证现在的投资收益是必然的，但这是我长期思索后的必然行为。我在挫折失败和反复折磨以后发现，只能回归这种文化。下一步我们准备投资中药、东阿阿胶，还有旅游景点什么的。“否极泰”取得的成绩，不能保证完全是规律性的，但它是我长期思考的结果，不是随机的。

● 问：成立“否极泰”以后第一个投资的就是贵州茅台？

● 答：最开始是投资贵州茅台和泸州老窖。

● 问：我看您报告后来还买了很多，包括大秦铁路、银行、券商？

● 答：“否极泰”成立以后，初期1/3持有金融，2011年的春天我就力斩金融，理由很简单，是因为我自己的能力圈，我理解不了金融，金融实在太复杂了。

● 问：您的能力圈是什么？

● 答：就是消费。之所以说这是我的能力圈，不如说这个行业简单。我又回到最简单的领域和公司。包括旅游景点，也都是公用事业，都很简单。我的能力圈就是最简单的东西，我不假设我是万能的上帝。我只能假设我是普通人士。我就是投资可理解的常规消费。

● 问：说说您的具体估值方法，PE、PB、现金流折现什么的用吗？

● 答：我从来不估值。我就是看好，然后差不多就行了。我不计较战术，不买高估，我看25倍和15倍市盈率也差不了多少。形成这种观念有两个原因：一个是我曾经想把握最佳时机，结果是劳民伤财无所得，最佳时机得不到；第二个就是长期实践告诉我，真正的安全来自于资产、企业。你持有的是黄金就够了，只要价格别贵得离谱就行。

● 问：这么说投资很简单？就是找几个能坐地收钱的东西，别太贵买入并持有就完了？真这么简单？

● 答：形式上非常简单，但是形式背后却很难。可用文字描述的投资就是这样的，你看这段文字就这么简单。可是我们做起来，知易行难。难就难在我们的心里面，我们的内心要回归修身养性。投资人要成为一个哲学家，成为一个思想品性很好的人。真正的难度在于落实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我每天早晨要骑30公里自行车

● 问：那您每年做完几个投资决策以后，每天都干吗呢?

● 答：我每天早晨要骑30公里自行车，一个小时或者一个多小时，骑到郊区没人的地方。我每年计划里程是1万公里。骑完以后，我要到一个无人的地方，静待一个小时。看看钓鱼的，看看鸭子戏水，或者看看天空中飞的燕子，挺好的。有时候看看蚂蚁打架，待上一个小时。剩下一个小时到一个半小时就开始思考问题了。

● 问：思考什么?

● 答：思考所有的问题。我的很多文章，就是在那个时候写好的。我会记下提纲，回去以后我口述，工作人员帮我打字。我所有文章都是说出来的。整编以后发布。我也会看反馈，如果有不同意见我再重复思考。下午我就处理公司的行政事务。

● 问：您也不看盘，交易呢?

● 答：交易我一年都没有一个来回。平时也没有什么可忙的。我们没有什么交易，我也不看盘。我认为看盘是在没有规律的地方寻找规律。短期变化是无规律的，你何苦在无规律的时候寻找呢?

● 问：您调研吗?

● 答：调研。如果有事的话，我会去公司。比如我比较关注苏宁电器。我现在有一个计划，就是走访50家苏宁店。这50家我随机走，包括我买了贵州茅台，看见超市了就去走走看看。有价值的信息我就采集，没有我就走。不把变化当做一回事。我基本上不看即时新闻。我就看企业成长之道，看所有的财务报表，不看间接分析。券商报告全部不看。我就是把公司信息看好了，之后就走基层，剩下的就是管理自己。最近我大量的精力都用在研究中西方哲学上了，包括黑格尔的哲学。我认为终极竞争力都是来自于哲学。

● 问：您认为自己是投资家还是哲学家?

● 答：我是投资哲学家。我有时候也认为自己是投资艺术家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：但是您是学理工科出身的?

● 答：我现在已经放弃理工科思维了。因为理工科思维在股市上是不对的。理工科像是刻舟求剑，但股市是有生命力的，讲求艺术感觉。我是一个投资哲学家，我要通过哲学提高自己的能力，让它艺术化，对自己是一种乐趣，对社会有一种回报。另外，最重要的是为了我的追随者，我的终极目的是把追随者的目的实现了。对他们要有经济回报，包括精神回报。做不到这一点我就很失败，与我个人来说我无所谓。

● 问：您的理想是什么? 想过退休吗?

● 答：我的理想就是成为哲学家和艺术家。我不想退休，我现在不断锻炼身体。我有个愿望，就是活得比巴菲特长。因为投资是中老年的运动，越老越值钱。

雪球用户精彩评论

天地侠影：撇开贵州茅台和大秦铁路不谈，老董就像石头缝里蹦出的野草，倔强、有生命力!

武松巴菲特：抛开一堆“哲学”的东西，此人投资法是“大市值、高成长、龙头股”，再深一点，“热门基金重仓股”。

TOPCP：“太子”的观点很好，非常赞成，我主要理解的找大型到巨型这一段利润的思路是一样的，这一段的确定性最高。这也是巴菲特“护城河”理论的主要观点。

东邪：是不是做职业投资的人都有点神经质? 都喜欢搞出一些语不惊人死不休的语录出来? 投资没这么复杂，买股票就是买公司，一句话就行了!

董宝珍答雪球用户提问

小蛋：关于贵州茅台，对@**董宝珍** 说：在贵州茅台总市值比交通银行还高的情况下，那些还在看好贵州茅台复制10年、30倍市盈率的人是不是都喝醉了? 你认为10年后是贵州茅台的总市值高还是招商银行或交通银行高?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



董宝珍：贵州茅台的市值超过交通银行是很正常的，就像一个投资人的收入超过了公务员一样正常，没有什么需要讨论的。我认为10年后贵州茅台的总市值会高于招商银行和交通银行。

爱喝咖啡：关于贵州茅台，对@**董宝珍** 说：你是永远不会卖贵州茅台呢，还是在某个价位获利出局？如果是后者，这个心理价位是多少？请直接回答。

董宝珍：我的本来想法是永远不会卖出贵州茅台，但我不能确知未来贵州茅台的市盈率是否会突破70倍。贵州茅台是我认为可以非常放心的资产，但是锁定永远不卖现在也不好保证。如果一斤黄金只卖5元钱，我将卖出所有的贵州茅台。

草帽路飞：关于贵州茅台，对@**董宝珍** 说：老董好，从整个白酒行业来看，白酒产量的迅猛扩张已经进行了好多年，但是白酒企业目前普遍ROE（包括一线、二线和三线的白酒企业）都严重高于社会平均资本回报率！我担心：一、白酒产量的无限扩张不会持续下去；二、随着外来资本的进入，白酒企业的ROE将来必然会逐步回落。

若上述情况发生，白酒股将遭遇双杀！作为龙头企业的贵州茅台将不能独善其身！

董宝珍：白酒的高ROE我认为可能正是白酒作为精神文化产品的规律性表现，我们应该承认提供精神文化需求的商品其回报率一般都比平均回报率高。我在任何情况下都不会承认房地产的高资本回报率是正常的，但是对于以民族文化为依托的白酒的高回报率我认为可能并非不正常。我记得在北方的一些城市经济本身并不发达，但是往往都有十多家酒厂，每一家酒厂的利润都非常高，一些落后地区的财政收入过去在房地产兴起之前，主要依赖于酒厂。白酒的产量应该不会无限扩张，白酒也必须走向产业之中。

关于外资入侵，我认为这个没有，如果给你100亿美元，你能击败俄罗斯的伏特加生产企业吗？你能击败欧洲的老牌葡萄酒企业吗？白酒是中国特有的民族产品，外国人投资进来，也只是增加了这个行业的热闹程度，这个行业的游戏规则始终是由中国本土文化和本土品牌主导的。历史和文化永远是白酒的核心价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



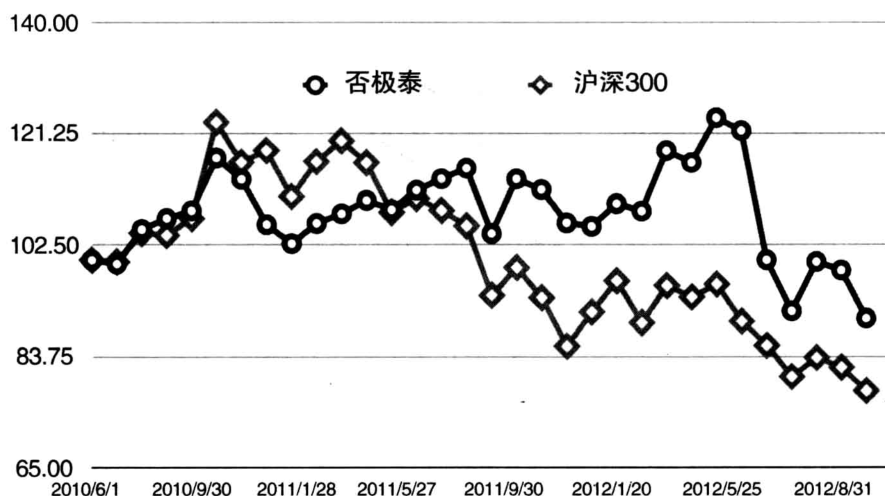
值，而历史和文化是最难复制的，而且根本没有办法复制。你有1000亿美元，可以建一个长城，但是人们不会去你投资建的新长城上游玩，因为你没有历史。

天地侠影：关于贵州茅台，对@**董宝珍** 说：按照你自己的说法，“否极泰”前阵子只持有贵州茅台和大秦铁路两只股票。这段时间以来，贵州茅台股价上涨、大秦铁路下跌，目前两者价差已经愈发明显。作为基金管理，你们是否会卖出部分贵州茅台来加仓大秦铁路？如果认为两者基本面都依旧不变的话。

董宝珍：站在一个长期的视角，两只股票的价格都没有发生变化，从价值投资的角度来讲，重要的是选择，不是交易。如果在价值投资的行为体系中，交易占了重要的地位，那就意味着这个体系有问题。我正在构建一种尽量少交易的投资体系。

参考资料

投资业绩



（数据来源：北京否极泰投资咨询中心年报）

否极泰业绩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



贵州茅台(SH:600519) 买卖 ✔已关注 取消

¥204.72 +0.140 (+0.07%) 2012-12-25 15:05:00(北京时间) 实时行情

今开：202.90 昨收：204.58 最高：206.87 最低：201.22

成交量/平均：595.34万/497.09万 成交额：12.19亿 52周最高：266.08 52周最低：170.90

市盈率LYR：24.25 市盈率TTM：18.20 每股收益：8.44 每股净资产：26.81

总股本：10.38亿 总市值：2125.36亿

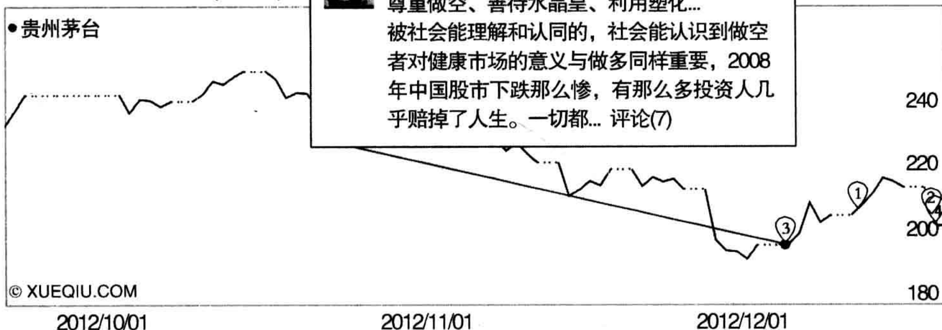
股票对比 ▾ 信息筛选(董宝珍) ▾ 恢复默认 全屏



董宝珍V： 12-10 16:29 ×

尊重做空、善待水晶皇、利用塑化...

被社会能理解和认同的，社会能认识到做空者对健康市场的意义与做多同样重要，2008年中国股市下跌那么惨，有那么多投资人几乎赔掉了人生。一切都... 评论(7)

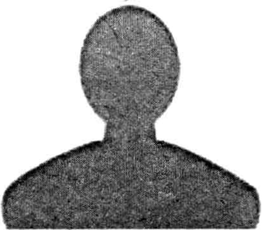


个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

孙旭东：价值投资不要只管企业，不管价格

采访者：@王星Vincent



孙旭东

北京

股票30只　讨论136条　粉丝2805人

经常讨论：格力电器，青岛海尔，中恒集团

认证：群鲤投资总经理孙旭东

背景资料

孙旭东对价值投资的定义有着“苛刻”的要求。他认为，真正的价值投资者从来都是追求价值和价格之间的差异。但凡只提好企业、不管价格的，都是“伪价值投资者”，而他更形容自己是一名“原教旨主义的价值投资者”。

孙旭东1996年入市，一开始只不过是作为其财务工作的业余爱好，曾经重仓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



四川长虹。后来四川长虹基本面恶化以及之后东方电子造假案等，都让孙旭东认识到了财务分析的重要性，并积累了很多财务知识。到2005年，孙旭东开始意识到光会财务分析还不足够，于是又开始对投资理念做了系统的梳理。

2010年，孙旭东辞去其在证券市场周刊研究部的工作，创办了自己的私募基金群鲤投资。按照他自己的话说，是为了能够“全心全意”做投资。从成立之初，孙旭东就严格按照价值投资的方法去实践。截至2012年上半年，群鲤投资的累计收益达到1.52%，远超过同期沪深300指数的-26.42%。

主要观点

1. 价值投资者追求价值和价格之间的差异。但凡只提好企业、不管价格的，我认为是“伪价值投资者”。

2. 风险是指这家企业的基本面出现了你预料不到的坏变化，如果企业基本面没有变化，而股价大幅度波动了，那不是风险，是机会。

3. “护城河”有多宽，这从字面上看就是一个定量问题。好的定性因素一般来说是会在历史业绩中体现出来的。定性的风险最后都要变成定量问题。

4. 我选股靠“两条腿走路”。一是看财务指标，另外一条就是你去看公认的好公司，去做研究，等它的股价下来。

5. 价值投资者从来不止损。这个东西跟我们没关系，如果说你判断错了，那也不是止损。

6. 霍华德·马克思[1]告诉我们要熟练地接落下来的刀子，但同时说要有非凡的能力才能这样做。人家接刀子，接住的是刀把；你去接，接住的是刀尖。

---

① 霍华德·马克思（Howard Marks），橡树资本董事长兼联合创始人，以评估市场机会、金融风险的远见卓识而闻名遐迩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



什么是真价值投资

● 问：您公司网站上说群鲤投资要做纯正的价值投资者，我们应该怎么分辨真价值投资者和伪价值投资者呢?

● 答：我最近看了一本书叫《投资最重要的事》，这本书一开始就提出“第二层次思维”这个概念。第一层思维考虑什么样的企业是好企业，第二层次思维则考虑还要有好的价格才能买入。但凡说的时候只提好企业，或者做的时候只找好的企业、不管价格的，基本上我认为就是“伪价值投资者”。巴菲特也一直强调这一点，他做过一个演讲，说追求价值和价格之间的差异，靠这个获利的就是价值投资者。

● 问：很多投资人认为价值投资和成长投资是两种截然不同的方法，一个对价格要求严格一些，一个对价格的要求可能要松一些，您怎么看？两者能分开吗?

● 答：如果你想把它分得特别清楚的话，刚才说的就够了。一家成长性很好的公司，假如市盈率并不高，那么你买肯定是做价值投资。如果能保证它每年利润增长20%，能持续7~10年的话，那你20倍、30倍买也是在做价值投资。但是反过来，如果你只看重成长速度，只用PEG这一个指标衡量，只看1~3年的情况，明知道它到第4年就不行了，买了以后指望别人去追捧这些股票，你冲这个买入，我觉得就不能说你是价值投资者。买入的依据是高成长、短期内市价会上升，而不充分考虑10年以后会怎么样。10年以后这家公司如果不高速成长了，它的价值会是多少？那时候你现在的价格买入能不能保证让你赢利？如果不考虑这些东西，那就不是价值投资者。

● 问：价值投资和保守投资是什么关系?

● 答：价值投资者的态度肯定是保守的。估值的时候，不以很乐观的预期做估值。估出来以后，还要在一个有安全边际的价格买入。如果一家企业资产负债率很高，即使它的成长性和业绩都很好，你也不会喜欢这样的企业，怕它一旦有个风吹草动就不行了。这都是保守态度的一个体现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：保守和“别人恐惧时我贪婪”会不会有些矛盾的地方?

● 答：不矛盾。如果觉得“在别人恐惧时我贪婪”是不保守，那就只能做趋势投资了。既然是价值投资者，就应该主要看价值和价格的关系。霍华德·马克思在《投资最重要的事》中说要熟练地接落下来的刀子，这在平常人来看，肯定是不保守的。但他说要接这个刀子，要有卓越的分析能力、洞察能力和高超的技巧等这些前提。而且他还告诉你，即便有分析能力、洞察力和信息来源，也不要认为自己无所不知。因此，这还是一种保守的态度。你不可能在所有的方面都保守，但是抓住事物的主要方面，抓住价格严重低于价值这一点就可以了。如果不是很确认，就分散一点，我认为也还是保守的投资。

● 问：很多人说其实最好的价值投资像捡钱一样，是典型的低风险、高回报，您怎么看?

● 答：这句话没错。低风险、高回报，是因为你的买入价格低于价值。价值投资者对风险的定义和理论派的定义肯定不一样。

● 问：您的定义是?

● 答：一家企业的基本面出现了你预料不到的坏变化，或者说你预料到可能出现一些坏变化，但实际发生的程度比你预料得还要坏，我认为这就是风险。股价波动本身不是风险。如果企业基本面没有变化，而股价大幅度波动了，那不是风险，是机会。

● 问：投资中您怎么判断自己的错误? 我看您给股东的信里曾经承认卖出深赤湾A早了是个错误，但是后来股价跌得很猛，现在看似乎也不算个错误?

● 答：那个错误产生的根源是我没有仔细把信息吃透。至于后来股价下跌，那是因为宏观经济发生变化，出口形势不好。价值投资者对宏观经济没有那么多的预测，所以即使深赤湾的股价掉下来了，错误还是错误。如果说考虑周期性，或许当初买的价格高了，那也是买入的错误，不是后来卖出的错误。

但是又很难说的一点是，中国股市是很难琢磨的。大家以前认为它经常高估股票的价值，所以如果像你刚才说的那样，老抱着“捡钱”的态度，可能基本上都是空仓，那也是不行的。经济形势怎么变化，我觉得很少有人能预测得准。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们的做法是——分批买入。股价跌到一定程度，我开始买入；股价继续下跌，我们接着买。这保证了不管未来发生什么样的变化，我们都不会有太差的结果出现。这有一定的中庸主义，就是一定要考虑中国股市的实际情况。如果你非要以特别低的价格买入，那你可能永远也买不到。巴菲特刚开始做投资的时候，本杰明·格雷厄姆劝他再等一等、等再跌一跌你再买。要是真听他的，巴菲特这辈子就没现在这个成就了，因为道琼斯指数一直没有跌到本杰明·格雷厄姆当时说的那个点。

● 问：您的意思是本杰明·格雷厄姆的标准现在已经过时了?

● 答：他的有些标准肯定是高的。我们常说PB小于1怎么样，而他的一个要求是股价低于净流动资产，在中国股市基本上遇不到这种情况。我们要领会本杰明·格雷厄姆的精髓，而不是照搬他的标准。他的精髓是寻找价格低于价值的股票。现在股票的价格比以前高了很多，但是并不代表就没有价格比价值低的股票。只不过你不能简单地从本杰明·格雷厄姆那些比率上得到结果，可能要自己做一些判断，这些判断需要比较高的技巧。

● 问：自己的判断指的是什么?

● 答：本杰明·格雷厄姆说的股价低于净流动资产，或者说股价低于净资产，是寻找价格低于价值股票的一些标准。股价比这些标准高的时候，怎么去寻找呢? 可能就要用折现现金流法去估值。这需要一些知识、一些判断，要比简单地按照资产负债表上那些数字计算比率难多了。

● 问：您怎么看现金流折现法的实用性?

● 答：这个方法理论上是最正确的。企业的价值，就是它未来能带给你的现金流的贴现值。本杰明·格雷厄姆教给我们一些方法，让我们找到价格低于价值的股票。但是我们不一定非得通过那些方法，也不是说只有达到那些标准，才是价格低于价值的股票。现金流折现法考虑的因素很多，对某些变量敏感程度比较高，很多人因此觉得不靠谱，这是错误的。

● 问：您怎么看这些说DCF[1] 不靠谱的人?

---

① DCF，指现金流贴现法分析，一种重要的投资分析工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：对那些说不靠谱的人，我们首先要问问他自己是否做过DCF估值。如果他根本没有做过，甚至连相关的书都没有认真看过，就说这种方法不靠谱，我认为没有什么说服力。关于DCF估值，巴菲特在他《致股东的信》里面说过很多，但是很多人没有看过。其实最重要的无非两点：首先要对估值的企业非常了解；其次是尽量用保守的态度去估值，不要做过于乐观的预期。有了这两点，就可以用这种方法。

● 问：那在估了10只股票以后，如果发现8只都低估，怎么在这8只里面再选择呢?

● 答：一般情况下，要选择被低估最严重的。但一定要想一下，是不是所有的风险都考虑到了。如果没有都考虑到，那还是要做一定的分散。为什么这样说呢? 比如像贵州茅台这种股票，别的不论，至少它的产品生产是极度依赖于当地自然环境的。如果当地自然环境发生恶劣变化，对它的影响会非常大。从这个角度来看，它远远比不上可口可乐，可口可乐的生产不依赖于自然环境。因此，贵州茅台的风险要比可口可乐大，而这种风险从以往的业绩上是看不出来的。

如果在估值时没考虑这一因素，就需要一定程度的分散投资。再比如盐湖钾肥，有一年下暴雨，差点被洪水冲了。虽然这种风险据说只是两千年一遇，但考虑到我们现在经常遇到N年一遇的事情，所以这种风险一定要考虑到。此外，我们要扪心自问，对被投资企业的公司战略、决策能力、执行能力等是否充分了解? 相关风险是否能准确评估? 如果不能做到充分了解和准确评估，那我觉得还是抱着保守一点的态度，至少不能百分之百的仓位拿一只股票。

“护城河”有多宽，这本身就是一个定量的问题

● 问：我看您博客讨论定量财务多一些，您是怎么做定性分析的，比如单纯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分析一个公司“护城河”有多宽?

● 答：“护城河”有多宽，这从字面上就是一个定量的问题。一家企业如果有好的定性因素，一般来说会在历史业绩中体现出来。对一家没有历史数据的企业做定性分析，我觉得这里头出现偏差的可能性太大了。

● 问：比如贵州茅台、万科，除了看过去10年的财务，您是怎么分析未来的风险的? 这种应该就是偏定性的吧?

● 答：对，但是你还是要做定量的考虑。巴菲特是经营保险公司的，经营财险的时候肯定要计算会有什么风险，这些风险发生的概率有多大，有可能造成多大损失，要收多少保费才能覆盖掉这个风险，这不都是定量问题吗? 定性的风险最后都要变成定量的东西。

● 问：您能举个例子讲讲怎么把定性的风险转变成定量分析吗? 比如格力电器管理层的风险，怎么变成定量的东西?

● 答：格力管理层的风险? 我不认为这是很大的风险。因为格力是朱江洪和董明珠一路带过来的，这个企业一直都有一种惯性的东西，企业从文化来说是不错的，所以即使董明珠不在公司了，这个企业也不会太差。

● 问：这么乐观? 很多人觉得电器行业这种竞争企业，大部分是管理层的功劳。

● 答：即便一个企业创始人是很杰出的英雄，但这并不代表如果失去这个创始人企业就一定会不行。

● 问：格力电器是傻子都能经营好的公司吗?

● 答：不能这么说，格力电器肯定不是一个傻子都能经营好的公司。这种企业我认为它已经形成了一个做事情的风格。就像归江之前在雪球访谈里说，格力选材料都是选最好的。而我看过《中国企业家》杂志上的一篇文章，谈民工的问题，有一个小伙子找工作，先去格力工厂应聘当工人，去了以后厂方测他的体能，让他蹲下去、站起来之类的，然后说不要你了。这个小伙子觉得很郁闷，回过头来去海尔应聘。海尔委托一家第三方的中介招聘，什么问题都没问这个小伙子就被招上去了。从这件事就能看出，格力在做事情的时候是非常认真的，不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



董明珠在那边要求，而是这个企业整体做事情都比较认真。如果一家企业整体能形成这么一种风气，它的力量是很大的。如果基层员工都很浮躁，董明珠、朱江洪再认真也没有用。形成习惯后，即使没有上面这两个人，它也比那些上上下下都很浮躁的企业要强。

● 问：那您怎么看企业管理层的作用？没有乔布斯的苹果还是苹果吗？

● 答：应该还是很重要的。正如没有巴菲特的伯克希尔·哈撒韦就很难说是伯克希尔一样。但是不同行业，不同企业领导人的企业价值是不一样的。比尔·盖茨离开微软这么长时间了，微软就倒掉了吗？

● 问：但确实没落了吧？

● 答：是，但是你想他在就一定能扭转这种情况吗?恐怕也不是这样。

● 问：那您意思是企业兴衰和管理层没那么大关系？

● 答：有些企业关系很大，有些企业关系不大。比如苹果这种公司，极度依赖乔布斯的灵感，伯克希尔非常需要巴菲特的投资能力，这种企业的兴衰与管理层关系是很大的。格力现在需要什么呢？需要朱江洪继续做科研，还是需要董明珠继续卖空调？

● 问：但也有人说董明珠比较强势，很多事情都要她拍板？

● 答：巴菲特旗下内布拉斯加家具城的那个创始人B夫人，性格恐怕比董明珠还要强势吧？没了她，家具城又怎么样了呢？肯定有变化，但依然成功。

● 问：您的意思是企业一旦形成一种文化就很难改变了？

● 答：不要把领导者个人看得太过重要，虽然人是很重要的。如有些科技行业，需要对未来将如何发展有很高的洞察力，这时候可能就非常依赖企业领导者。然而像空调这种比较成熟的产业，对领导者能力的需求并不是特别高。iPhone一出来，其他手机都不行了，这样的行业确实需要领导人有很强的能力。但是空调业有这么高的要求吗？没有。

如果没有苹果出现，诺基亚肯定不会失败。诺基亚之所以会失败，是因为它的竞争对手苹果太强了。反过来说，格力所在的这个行业里，有没有像苹果或者诺基亚这么强的竞争对手？没有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：那您觉得格力最大的风险是什么?

● 答：很多啊。比如说一种新的制冷技术出现了，空调制造原理发生了根本性的改变等。

● 问：空调行业技术更新速度不像彩电行业那么快吧?

● 答：这种风险其实是很难说的，非常传统的行业也可能受技术革命的影响。就好像煤炭行业，突然间就蹦出一个页岩气革命来。一般人肯定预测不到。美国也是有人用了10多年的工夫，拼命试，最终把成本降下来了，可能你到第9年都看不到什么希望。中国会怎么样? 页岩气对煤炭行业会造成多大的伤害? 要考虑地理条件、开采技术、各方面的机制等诸多因素，这确实是一件很难判断的事情。

● 问：那这些东西反映在估值中就应该更保守一些?

● 答：更保守一些。

● 问：保守是很艺术的活，您有什么经验吗?

● 答：有很多都是主观性的东西，都要考虑到。像中国神华这种企业，页岩气出现了以后，不确定性肯定要比以前大了。在股价不变的情况下，我愿意持有它的数量可能会减少。

● 问：就是说原来估值可能打7折，现在要打6折了?

● 答：对，就是这种调整。有些东西是很艺术的。比如用凯利公式[1]调整仓位。一件事情是60%的概率还是70%的概率? 我们只能根据过去的经验做对比，60%是什么情况、70%是什么情况，但是如果跟人讲可能讲不清楚。只不过是自己心里有一杆秤，没法很精确地说出来。

---

① 凯利公式（也称凯利方程式），是一个用以使特定赌局中，拥有正期望值之重复行为长期增长率最大化的公式，可用以计算出每次游戏中应投注的资金比例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



选股方法是“两条腿走路”

● 问：讲讲您是怎么选股的吧。

● 答：我们是“两条腿走路”。一条是看财务指标，低市盈率、低市净率的股票中可能会有你的目标；另外一条路，就是去看公认的好公司，去做研究，有一定了解，等它的股价下来。

● 问：您投资有哪些要求的硬指标呢?

● 答：我认为净资产收益率是非常重要的。一家企业，如果社会平均的净资产收益率是10%，而它只有1%，即使它的PB只有0.9，买了也是垃圾；如果它能够达到社会平均收益率，如果PB小于1，机会可能就来了；如果它的ROE远远高于社会平均水平，可能PB大于1的时候你就关注是否有买入机会来临。当我们发现一家好公司时，要对它进行估值。有了大致的估值以后，看到它的股价要掉到这个区间，就要继续关注，弄清楚它的股价下跌是什么原因造成的，做好准备，如果真掉下来，可能就要有所行动了。

● 问：怎么判断市场是错的呢?

● 答：努力去了解市场。在A股市场做了这么长时间，大家难道还不知道A股市场是什么风格? 全世界的股市都有短视的倾向，过分关注短期业绩。中国股市还有讨厌大盘股的思想——市值太高了不好炒作。有了这种对市场的理解，你就很清楚会不会是市场错了。你看现在周期性股票很惨，要想到它有一天会好起来。它为什么会这么惨? 全世界都是这样，周期性股票业绩下降的时候，会出现很惨的股价。当这样的股价出现了，要敢于去买。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



入行经历

● 问：讲讲您入行的经历吧？

● 答：我炒股票很早，从1996年就开始了。但是因为一直不是专业做这个事情，所以开窍比较慢。我1996、1997年买过四川长虹，后来四川长虹不行了，股价跌得很惨，企业的基本面也发生了很大的变化。当时就想为什么会这样，发生这样的事情以后应该办，能不能预防？后来就去学企业管理的知识，包括后来读MBA都是为了更好地学习企业管理。再到后来，又发现像东方电子造假这种事情出来了，意识到还要看这个企业的报表有没有可能是虚假的，再往这方面下工夫。我花了很长时间去学这些。2005年以后，我突然意识到在企业分析技术方面的东西积累了很多，但是对于投资理念一直没有很好地做一个梳理，又开始对投资理念下了很大工夫。考虑成熟以后，觉得有必要全身心地做投资。如果不是专业做投资，时间和精力都不够用。

● 问：您自己出来做是什么时候？为什么取“群鲤”这个名字？

● 答：2010年。鲤鱼在中国古代是吉祥的象征，鲤鱼跳龙门意味着通过自己的努力来改变命运，大致就是这个意思。

● 问：您是什么时候发现自己喜欢做投资的？

● 答：1996年就开始做投资，当时就很喜欢。

● 问：那时候的股市比较疯狂，您的性格适应吗？

● 答：我不是那种很容易疯狂的性格，但是如果一进入股市就是很疯狂的时候，你没法不受影响。即使是本杰明·格雷厄姆那样的人，也是在大萧条之后才意识到安全边际的重要性。我们的资质比格雷厄姆、巴菲特差太远了，所以查理·芒格说一个人不到40岁很难是一个真正的价值投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



做财务的人一般有自己的职业病，看得太细

● 问：您是怎么克服会计人员难以接受价值投资的问题的？公司爆发财务丑闻怎么办？

● 答：做财务的人一般有自己的职业病，看得太细。我在中国会计视野网的论坛做版主时，发现很多做会计的人有很好的财务知识，但是并不接受价值投资。他们可能见过太多假账，认为所有公司的账都是假的。既然都是假的，还看它干什么，既然连报表都不看，又怎么去做股票？

其实，看的报表多了，你会发现一些别人没看到的东西。有很多人是从自己亲身经历的事情出发来考虑问题的，他们从自己的亲身经历发现很多企业虚增利润。但是当你看报表，发现某个上市公司的电脑是按1年折旧的时候，你还会认为它在虚增业绩吗？

我们还要意识到，不能求全责备地看一家公司，没有十全十美的企业，这样才能够考虑怎样做投资。可口可乐、戴尔、GE是不是好公司？这些公司都曾有过财务丑闻。有些公司没有财务丑闻，也不值得投资；有些公司有财务丑闻，仍然值得投资。

我们看的报表多了，经历的多了，就会认识到判断一家公司是不是好公司，比单纯判断它是不是财务造假要复杂得多。有的时候，与其去争辩一家企业是不是造假了，不如看到这个公司造不造假都无所谓，因为就算财报是真的，它也不是一家好公司。这个时候就可以解放了，不去看这个公司。

● 问：您是什么时候接触价值投资理论的？

● 答：其实巴菲特的书我1996~1997年就看过。关键是你知道这种理论后，能否用来指导投资。霍华德·马克思告诉我们要熟练地接落下来的刀子，但同时说要有非凡的能力才能这样做。人家接刀子，接住的是刀把；你去接，接住的是刀尖。一次两次以后，你还会对接刀子这事感兴趣？所以必须是在有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一定能力的时候，一接就接住了。这时候可能才会说，哦，原来是可以接刀子的，继续努力吧！

● 问：分散会不会成为懒惰的借口？

● 答：我们的投资组合有10只股票，这在很多机构投资者看来已经很集中了，但对某些人来说还是过于分散。

巴菲特是集中投资，但他和一般人不一样，伯克希尔有大量的实业投资。如果只是做股票投资，那投资集中度肯定要比巴菲特高。因此，除非比巴菲特的洞察力还有其他能力更强，否则这样做是有问题的。10只股票我认为是比较恰当的数量。

集中投资的反面典型是比尔·米勒，他不断地在金融股吃亏，就是因为金融股仓位太重，才会遭受极其惨重的损失。

● 问：分批买入踏空了怎么办？

● 答：踏空了就踏空了呗！或者持有现金或者买债券。从中国股市的历史来看，总还是会有买入的机会，无非是大机会还是小机会。跌得越狠，越有买入机会；如果跌得不狠，就是说确实没有大的值得买入的机会。

● 问：怎么看止损？

● 答：价值投资者从来不止损的。这个东西跟我们没关系，如果说你判断错了，那也不是止损。

● 问：我看您持仓主要有中国神华、万科、格力电器、招商银行、大秦铁路，为什么大部分都是这种强周期性品种？

● 答：周期性肯定是要考虑的，但是宏观经济很难判断准确，我们在投资的时候觉得这些企业即使经历一个萧条期或者衰退期也还是能承受得了的。

● 问：为什么不买消费股呢？

● 答：有些消费股的不确定性也很大。比如李宁，为什么这两年就不行了呢？《为什么雪球滚不大》（*Stall Points*）这本书的观点是，公司发生衰退难以预测。有一个美国的牛仔裤品牌，曾经在一代人中广为流行，然而他们的下一代叛逆性很强，父母爱穿的品牌绝对不穿，这个企业也就因此而衰落了——不管他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们如何努力。受人心理变化影响大的事情是很难预测的。

煤炭、铁路等就不受这些影响，人们心理再叛逆，还是要用它。周期股无非就是遇到下行周期赢利会减少，很多人对它有非常悲观的预期，导致股价下跌的幅度远远大于业绩下跌的幅度，这时候会产生买入的机会。在这种周期性行业里面，如果有企业其资产负债表很强劲，就肯定能扛过去。与那些股价始终高高在上，但是不知道什么时候可能受到人们心理变化影响的股票，这种周期股的不确定性其实更低。

● 问：您也不喜欢吃吃喝喝的企业?

● 答：我们也希望有这种机会，但吃吃喝喝的股票目前的价格含有太多的成长预期，很难让人放心。我不希望把自己搞那么累，最好只需看看年报就行了。如果买了吃吃喝喝的股票，老要去商场看它卖得怎么样，那其实是很累的，也说明你对企业的长期发展没有信心，或者说对短期业绩看得很重。我认为这样做不是真正的价值投资者。有些人买白酒股，一有股东大会、糖酒订货会都会去，去干什么？还是不放心。不放心你为什么要买？这些人对外都表示对企业很有信心，但是他们的行动实际是没有信心的表现。

● 问：那您觉得调研也没有用?

● 答：不是这样，去调研可以，一次两次是可以的，但如果总去调研就不好了。巴菲特买了很多公司，他都没去看过。

● 问：您的能力圈是什么?

● 答：我们找最容易理解的行业、最容易理解的公司进行投资。一个很小的行业，除了行业内部人，很少有人知道，找公开信息也很难找到，这种行业就不能说是我们的能力圈。反过来，大众很常见的行业，如煤炭行业、房地产行业，这些都不是特别难理解的行业，关注多了就能形成自己的能力圈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



永远不要说自己把一个行业或公司完全看懂了

● 问：什么时候才能明确知道自己真把某个行业看懂了?

● 答：你必须要了解这个行业，行业中的企业是怎么赚钱的，竞争对手是谁，策略是什么。投资格力电器，必须了解海尔和美的。

永远都不要说自己把一个行业或公司完全看懂了。企业永远是在变化的，所以我们也不可能完全了解一个企业。贵州茅台的董事长都不能完全决定这家公司未来会怎么走，我们怎么可能有那么大的把握说把它看透了? 没有把握就要留安全边际，安全边际就是预防我们犯错误的。

● 问：如果现在年轻人想学投资，您有什么建议?

● 答：投资是很复杂的，任何把投资简单化的事都应该反对。这一点年轻人要有心理准备。

学习投资一是要看书，看巴菲特原版的《致股东的信》，不要看别人解读的书。然后开始自己的实践。巴菲特说看年报很重要，如果你熟知价值投资的原理却从来不看年报，那也是无济于事的。如果看年报看不出门道来，你也不会认可巴菲特说的话。

● 问：财务分析在投资决策中的地位有多重要?

● 答：还是很重要的。本杰明·格雷厄姆说过：对于理性投资而言，态度比技巧更重要。但不能否认技巧也很重要。投资者要去了解会计原理、财务知识，这需要花时间，正如查理·芒格所说，学习估值不比成为鸟类学家更简单。

● 问：如果学财务，还是通过会计入手比较好?

● 答：肯定是这样。会计是商业语言，如果连语言都不懂怎么交流? 至于具体途径我认为了解会计学原理最好看国外教材，道理讲得很清楚，而且有大量的案例。国内的教材干巴巴的。不过毕竟我们在国内，要了解国内的会计准则，也还要看国内教材。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：一句话形容自己的投资风格?

● 答：我是追求价值和价格差异的“原教旨主义”的价值投资者。

● 问：在中国会有些变通吧?

● 答：是的，比如4角钱买1元钱的东西，也许我从8角钱就开始买点。

● 问：喜欢什么书?

● 答：非投资类的书，我喜欢一些对思考有帮助的书，如理查德·费曼[①]的传记《别闹了，费曼先生！》。对一些数学读物也很感兴趣。投资类的书就是巴菲特、本杰明·格雷厄姆、菲利普·费雪等人的书。

● 问：公司治理结构、薪酬结构有多重要?

● 答：很重要。投资一家公司，我们不太可能比公司的管理层更了解行业的基本情况和发展趋势。我们必须特别重视管理层的人品，重视公司治理。如果一家公司管理层很不可靠，我们无法对公司估值，管理层要玩死你很容易。

● 问：您是怎么做资金分配的?

● 答：我的思路没什么新鲜的。股票和债券各占一定的比例，随股价变化进行调整。当然，如果股价非常低，我可能也会忍不住满仓的。

● 问：非常低您指的是什么?

● 答：比如比现在再跌掉一半，那还不满仓吗?再比如有些公司有一定的成长性，但从股价里却看不到半点成长性价值的时候。

● 问：不怕买到的企业变差?只要考虑价格反映了这个因素就可以了是吧?

● 答：对，这就是第二层次思维的意思。很多股价其实是对你预期的反映。

● 问：那您怎么看银行股?

● 答：银行业是很复杂的。比如近期发生的钢贸企业和银行纠纷事件，告诉我们有些银行的中间业务收入很多，其中有相当一部分是财务顾问费，实际上属于贷款利差，有的银行还要求钢贸企业买理财产品。财务顾问费在报表附注里是能看到的，但是银行销售理财产品的收益中有多少是贷款利差，可能谁也不知道。

① 理查德·费曼，美国著名物理学家，1965年诺贝尔物理学奖得主。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



塞思·卡拉曼说，一些价值投资者不看银行业，因为银行的资产很复杂；更多的价值投资者不看保险业，因为资产和负债都很复杂。我努力拓展自己的能力圈，让自己对银行更熟悉一些。

我们现在持有招商银行，是因为我认为招商银行在国内银行中是比较谨慎的，放贷态度是最谨慎的。银行股股价之所以低，不是因为利润增长问题，而是大家担心它的资产质量。在这种情况下，一家银行是5倍市盈率还是6倍市盈率我认为关系不大。我们选择风险控制最好的银行，有少量仓位。但是，因为我们对银行业的了解还不够深入，也就不敢重仓。

雪球用户精彩评论

东博老股民：这家伙比我厉害，他和我同样是追求价值和价格差异的投资者，属于同一类投资者，模式也大同小异。但我只敢说自己只不过是个价值投资（投机）者，他却可以说自己是真正的价值投资者。有时候我在想，一个投资者，是否在贴上投资者标签的时候可以多赚钱呢？我想不会吧。

gogoal：时间太短，多看些日子（至少有10年左右）才能大致判断一种投资思维是否真正具有持续竞争力。我更倾向于做投资如做企业，财务状况必须要看，价格价值也要看，但不能过分拘泥。过于苛刻不一定合适。

天地侠影：价值投资，不过是基于价值与价格差异的投机而已。股市里，大家也不过是把基于股价运动趋势的投机归为投机罢了。细究没有意义。股票投资，一定要像古代某些藏家舍身而忘死，是不是太迂腐了？股票的魅力只在于其不确定性，而不在于其价值本身。所以，股票很难成为藏品。价值投资者能做到不为趋势所动，就应该比较纯正了。孙先生也许过度强调了财务分析和企业报表的作用，准确地说，孙先生也许只是个报表投资者，所以很“纯”。

释老毛 回复 **@东博老股民：**纯正的价值投资者就是追求价格和价值之间的差价啊？！查理·芒格的价值投资后来是巴菲特修正的，从此才开始和优质企业的长期成长相结合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



孙先生是个纯正的价值投资者，水平高不高，看对企业研究的细节，细节最生动的体现之一就是财报的变化。那些不认真研究企业、不认真分析估值，只知道谈理念、谈哲学、谈新词，大而化之、夸夸其谈的投资人，才是一批伪价值投资或真价值传销者。

天地侠影 回复 **@Roddy**：本质上，是合伙人资金的后续投入，在一个整体持续下跌的市场，有新的资金持续买进，跑赢沪深300就不足为奇了。这点是显而易见的，群鲤投资2010年底的仓位是90%，2011年初的仓位却不及50%，到2011年底又接近90%。2012年初的具体仓位是多少，估计只有等群鲤2012年报出来才知道。所以，我希望，牛市来了，孙先生也能继续跑赢市场，那才是真功底。

白云之乡：看了一下孙旭东写的文字。总体感觉，特点是细致而长。

1. 看得出是个肯下工夫的人。在证券投资里，能这样细致也不容易。如果具体到分析哪家公司，正巧是你感兴趣的，可以参考一下财务细节分析。2. 感觉欠缺一些的是对于企业的认识和理解，大概是因为没有自己做企业的经历的原因。体现在对于企业的全局认识和具体感觉都差一些。所以他选的投资标的，都在不同程度上有一定问题，不容易成为伟大的公司。3. 作为初学者之一（我们都是），姿态再放低一些就比较可取了。

参考资料

投资业绩

群鲤投资业绩

	群鲤投资收益率	沪深 300 指数涨幅	超额收益率
2010 年上半年	–11.38%	–23.39%	12.01%
2010 年下半年	14.17	22.05%	–7.88%
2011 年上半年	10.79%	–2.69%	13.48%
2011 年下半年	–15.04%	–22.94%	7.90%
2012 年上半年	6.60%	4.94%	1.66%

（数据来源：群鲤投资2012年年报）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格力电器(SZ:000651) 买卖 ✔已关注 取消

¥25.80 +0.320 (+1.26%) 2012-12-25 15:04:49(北京时间) 实时行情

今开：25.50 昨收：25.48 最高：26.16 最低：25.41

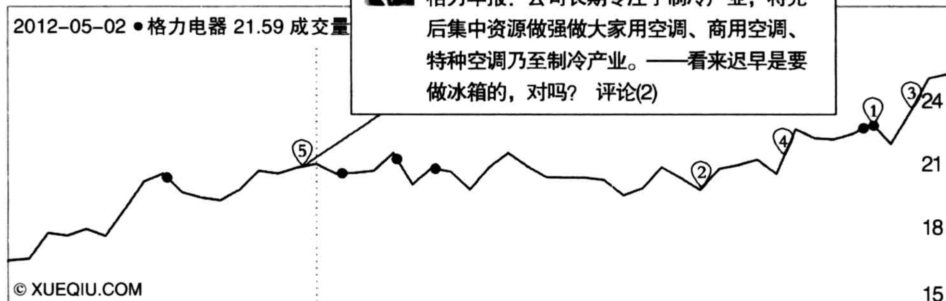
成交量/平均：1882.14万/1770.00万 成交额：4.87亿 涨停价：28.03 跌停价：22.93

52周最高：26.16 52周最低：16.46 市盈率LYR：14.82 市盈率TTM：11.25

每股收益：1.86 每股净资产：8.21 总股本：30.08亿 总市值：776.03亿



股票对比 信息筛选(孙旭东) 默认 全屏



个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

叶资本：白酒、中药股领域的舵手

采访者：@王星Vincent

中国资本市场

海南 海口

股票36只　讨论285条　粉丝3142人

经常讨论：贵州茅台，古越龙山，五粮液

背景资料

最开始认识“中国资本市场”（原名叶资本），是通过他在雪球上做有关贵州茅台的访谈，发现他说到白酒的制作、工艺、文化等都头头是道，还以为他是全职做投资的，或者至少有什么专业背景。后来才发现，原来他只是业余做投资，自己日常还有一份做了14年的机械电气相关的技术工作，并且做得很好，心里颇为佩服。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后来特意看了叶资本之前写过的文章，发现他虽然年轻，经历却也相当跌宕起伏。比如从小就颇有生意头脑，在小学的时候曾经捡苍耳再卖给同学；上大学时还曾经承包过学校的大礼堂，用来放映电影。

作为一名股龄14年的“老股民”，叶资本在1998年大学毕业工作不久就在海南加入了股票投资的大潮中，一开始疯狂迷恋技术分析，不断追加投入，但换来的却是不断被套割肉。2001年他甚至因过度使用杠杆还被爆仓，账户被迫清零。

痛定思痛后，资本兄开始运用价值投资的“新思维”选股，并经过3个多月的研究后重仓贵州茅台。但悲催的是，贵州茅台的股价在接下来的2年中屡创新低，搞得他差点精神崩溃。还好2003年10月左右贵州茅台宣布提高出厂价，从此股价扭转下跌趋势，持续上涨。此后2006年的暴涨更是让叶资本提前实现了自己投资的第二阶段目标。

和一些闷在家里自己搞研究的个人投资者不同，叶资本很喜欢和人交流，甚至认为交流比“灌输”类的读书要更有益。通过这些年的投资，他不仅交到了很多投资圈的朋友，甚至和贵州茅台、古越龙山的高管们也成为忘年交。36岁的叶资本在投资中也颇有定力，目前只投酒类和中药类股票。据他自己透露，过去3年他的投资收益分别超过100%、40%和40%。截至2012年7月20日，其投资回报也已经超过40%。

主要观点

1. 中华酒文化和名酒品牌历经数千年，无论是朝代更迭、异族入侵、瘟疫流行、天灾、西学东渐，还是近代的日本侵华以及“文化大革命”，中华酒文化都不曾断绝，品牌白酒也不曾湮灭。这说明，中华酒文化和品牌白酒企业具有极其强大的生命力。

2. 我眼中，中药和白酒的企业属性基本相同。不同点在于，现在中医中药受西医西药的冲击非常大，近百年来一直被动挨打，几乎被废除，这几年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才稳住阵脚，未来只有向上一条路。

3. 成功投资人一般都有梦想、有激情，勤奋好学，刻苦耐劳，坚忍不拔，善于交流，包容他人，独立判断，永不言败。

4. 从整体上讲，白酒股不可能这么一直火下去，未来会出现分化。遭到爆炒、股价严重透支未来业绩的白酒股会价值回归；而估值合理、未来业绩提升空间较大且确定性较强的白酒公司，其股价（市值）仍有提升空间。

从业经历

● 问：能不能讲讲您是怎么入投资这行的?

● 答：我进入投资这行，一方面是我从小就喜欢经商；另一方面是受环境的影响。海南是个经济特区，海南的经济及商业氛围比较浓，我同事基本上都有第二职业，或投资实业，或投资股市。早期曾经想到过做实业，很快就意识到以我当时的状况，做实业根本没有可能：没有任何人脉，没有最原始的资金积累，没有业余时间，没有感兴趣的项目，没有任何经验……思前想后，仍旧选择了虚拟投资（即炒股）。

那时股指经过1996~1997年的暴涨之后进入相对低迷期，谈论股票的人慢慢减少。我请求同事C带我去开户，他说我不带你去，说这些年我在股市中见得太多了，95%以上的人都是亏钱的，你将来如果亏钱了，肯定会骂我的。我说以后赚了钱，请你吃饭，如果亏了，保证不骂你。

C这才答应带我去开户，当时只开了深圳账户，数月之后才开上海账户。我的第一笔投入是3200元，可能很多人都觉得不可思议，太少了。的确如此，当时有些券商规定起始资金最少5万元。我的第二笔投入为800元，第三笔为2000元。前三次投入一共才6000元，即使是十多年前，这也算是股市中一个极小的数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



字，但当时我已经是倾其所有。

● 问：能不能讲讲您早期的投资经历?

● 答：我1998年开始涉足股市，当时基本上没有价值投资这个说法，也极少有人做基本面分析。大家都是看图形炒股、追涨杀跌、打探消息、追逐热点、寻庄跟庄，完全的投机行为。我算是“炒股”大军中比较刻苦好学的一个，当时买了很多有关“股市十大理论”的书籍，潜心钻研，其中仅仅有关波浪理论的书籍就有20多本，很快就能用一些专业术语在营业部点评股价走势，面对听众讲起来头头是道。

在实际操作中，也的确运用技术分析抓到过不少短线牛股，但更多的是被套割肉，亏损巨大。实际上，这种模式对于小资金、小散户来说，很难保持长久持续的赢利。现在回头看，这些赢利模式与投资的本质南辕北辙。

● 问：后来是不是摔了大跟头?

● 答：当时我在投机的道路上越陷越深，不断追加投入，换来的是不断的被套割肉。尽管后来我经历了一个完整的史无前例的“5·19行情”，股指急速飙升连创新高，但最后我得到的结局依然是亏损。焦虑和情急之下，我开始铤而走险违规使用杠杆透支。一系列的投机之后，终于在2001年的某天爆仓出局，账户清零。

我当时开户的券商在管理上存在问题和漏洞，一些客户违规使用杠杆，我当时保证金较少，但急于赚钱，所以也学别的客户违规使用了杠杆。杠杆比例也不算小，好像是1∶2，即本金1透支2，从理论上讲，账户下跌33%就爆仓了。但实际上，券商是要赢利的，再加上当时使用杠杆是违规的，所以券商要价较高，券商与我签协议时规定（好像是）下跌25%时就触及强制平仓线，而且月息也较高。现在来看，我当时简直就是利令智昏了。

2001年6月前，我的账户已有小幅亏损，6月国务院宣布国有股市价减持之后，股市见顶崩盘，我的账户也随之加速下跌，在接近强制平仓线的时候追加过一次本金（保证金），这点本金无异于杯水车薪，没过多久就爆仓了，账户清零。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：一般经历过爆仓这种大的挫折以后，很多人都会一蹶不振。您是怎么走过那段灰暗时期的?

● 答：那段日子是我人生中最灰暗的时期之一，一度觉得投资股市是一件很不靠谱的事，行不通，茫然间不知道未来该向何处走。对于一个豪情万丈、壮志凌云的年轻人来说，梦想的破灭是生命中难以承受之重。当时也曾想过放弃，但心中另外一个声音告诉我，一旦放弃，就再也没有希望了，只要不放弃，就还有翻盘的机会。

热衷投资白酒和中药股，对国粹企业信心十足

● 问：经过2001年的失利，您重新进入股市以后，第一次选择的是亿阳信通和贵州茅台。为什么会选择这两个生意属性差别如此之大的公司?

● 答：当时是准备从亿阳信通和贵州茅台中选一个。考虑亿阳信通是当时“旧思维”的遗留。那时科技网络股非常热门，绝大多数的牛股都出自科技网络股。考虑贵州茅台，则是“新思维”的起点，是从基本面出发，以研究企业的心态和方式来指导投资。最终选择的是贵州茅台，没有选择亿阳信通。这个决定实际上意味着我与“旧思维”彻底决裂，全力以赴拥抱“新思维”，是我投资生涯中的一个重要分水岭。

对贵州茅台基本面的研究，开始于贵州茅台公布招股说明书的时候。研究内容涉及贵州茅台酒历史、生产工艺、产能产量销量、经营状况、企业领导人特质等方面。另外，我还到酒行、专卖店、商场、超市去实地了解销售情况，这个习惯一直保持到现在。

● 问：您买入贵州茅台之后的两年时间里，贵州茅台的投资价值仍然没有得到大众的认可。您在这中间有没有动摇或怀疑自己的时候？为什么最终仍然坚持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了下来?

● 答：当然动摇过，买入贵州茅台后连跌两年，对我的投资“新思维”犹如当头一棒，打击不小。对价值投资这条路径也产生过怀疑，感觉其并不适合中国资本市场。

当初之所以能坚持下来，我觉得主要是运气。就在我坚持不下去快要崩溃的时候，2003年10月左右贵州茅台宣布提高出厂价，从此股价扭转下跌趋势，持续上涨。如果贵州茅台再持续下跌3个月左右，或许我就坚持不住了。我觉得我运气还算不错。

● 问：您现在回过头看，为何当年贵州茅台的投资价值会长期不被市场认可？后来的白酒股被追捧是偶然还是必然?

● 答：当年贵州茅台不被市场认可是很正常的。中国白酒行业从1997年朔州毒酒事件后开始衰落，产量连年下滑，至2004年见底。贵州茅台上市是2001年，那时白酒行业被认为是夕阳行业，不被看好。后来白酒被追捧绝不是偶然，而是历史的必然。

中华传统文化绵延数千年，一脉相承从未断绝，是世界文化史上的奇迹。酒文化是中华传统文化最杰出的代表之一。中华酒文化和名酒品牌历经数千年，无论是朝代更迭、异族入侵、瘟疫流行、天灾、西学东渐，还是近代的日本侵华以及“文化大革命”，中华酒文化都不曾断绝，品牌白酒也不曾湮灭。这说明，中华酒文化和品牌白酒企业具有极其强大的生命力。

近30年来，中国经济快速发展，中华民族迎来史上最佳发展时机，传统文化的渗透力和影响力不断提升，在此大背景下，最具民族特色的酒文化、白酒还有黄酒企业必将更快发展，而绝不可能背道而驰、逐渐没落。

● 问：投资贵州茅台成功后，您又把目标转向中药企业。您觉得这两者之间从企业属性看有哪些相同点和不同点?

● 答：投资中药行业，逻辑与投资白酒基本相同。酒文化和中医中药是中华传统文化中最经典的两个代表。在我眼中，中药和白酒的企业属性基本相同。不同点在于，现在中医中药受西医西药的冲击非常大，近百年来一直被动挨打，几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



乎被废黜，这几年才稳住阵脚，未来只有向上一条路；而白酒受西酒（葡萄酒、啤酒）的冲击较小，在中国市场白酒占据绝对领先地位。

● 问：您是怎么看应该何时卖出的？您过去有没有卖过贵州茅台？

● 答：投资标的达到自己当初设定的目标值，或者感觉市场明显高估的时候，或者寻找到更理想的标的时，可以卖出。这个可能有一些主观成分，因人而异。我在2007年逐渐卖出了绝大部分贵州茅台，2008年之后又逐渐买回，不断加仓至今。

● 问：除了白酒和中药股，您很少投资其他行业，这对毅力是很大的考验，您是怎么做到的？

● 答：这可能与我个人性格及爱好有一定关系，我非常热爱中华传统文化，对相应的国粹企业非常有信心。另外，白酒、中药这些企业有些已经有千年的历史，现在基本上都引入了现代企业管理制度，各方面比以前更科学、更规范，这些企业将迸发出更大的活力，前景更光明。

● 问：您觉得一个人的投资能力圈应该如何界定？什么时候才能肯定地知道某个企业或行业是在自己的能力圈之内？您现在对白酒的理解和当年有何不同？

● 答：我感觉投资能力圈的界定，最好与自己的性格特征、兴趣爱好、投资风格、知识储备、时间精力等相结合。我暂时还无法确定哪个企业或行业一定在我的能力圈之内。

现在我对白酒的理解，比当年更全面、更深刻，但我觉得还很欠缺。这么多年来，我对白酒的理解更多的是从“做投资”、实现投资赢利的角度来看的。假如换一个角度，比如说从“做市场”、营销（或销售渠道、网络）的角度来看白酒的话，我就差得很远，这就要向专业人士学习；再比如说从“做企业”、生产经营的角度来看，我更是没有任何实践经验。看一个行业或企业，角度很多，层次各异。对于白酒，我只敢说我仅知道一点皮毛而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交流比灌输重要，要多和优秀投资者交流

● 问：作为一名业余投资者，您有自己的投资目标吗？

● 答：我的第一个目标是资产达到×××万元，并在日记本中制作了时间表，实际上这个目标的实现时间比我的计划大大提前了。某日收盘后，看了一下账户，感觉不出意外的话，第二天盘中就会实现这个目标。果然，第二天一开盘就实现了，当时的心情比较平静，全然没有制订计划时幻想的那种兴奋和激动。

由于赶上2006~2007年股市暴涨，很快第二个目标也实现了。这时候，才敢开始大额消费，才开始买房买车。在此之前，我基本上很少大额消费，日常的支出被压缩，除了基本的生活开销以外，最大的一笔消费是读MBA的学费，分3年交齐的。我的第三目标已于2012年7月4日实现。

● 问：您是怎么看调研的作用的？投资者是否应该和管理层走得很近？

● 答：在我看来，调研分好几种，公司实地调研、产品市场调研、第三方间接调研、相关资料搜集等。调研对投资非常有益。

我也注意到，一些投资者认为调研对实际投资行为毫无指导和参考意义，我不同意这种观点。可能这些投资者缺乏必要的调研技巧，或者调研方式过于单一、效率较低，或者投资者对调研本身的认识不够深刻。

个人投资者没有必要与管理层走得很近，但对管理层及高管的特质要有一个客观、初步的了解和判断。

● 问：过去这些年对你帮助和影响最大的人是谁？

● 答：我是一个很喜欢看书的人，投资类的书籍看过不少，但“纸上得来终觉浅”，对我帮助和影响最大的不是那些经典书籍，而是我经常与之交流的身边或网络上的一些成功投资者。我深深地认识到，交流比灌输更重要。

关于交流，我想分享一下我的心得：1. 要找乐于分享的成功投资者和优秀投资者交流，远离那些纯粹玩理论、耍嘴皮子、夸夸其谈却又亏损累累的人；2. 交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



流的目的是互相学习，取长补短，查漏补缺，共同进步，而不是为了去说服对方；3. 与人交流的时候要虚心，尽量把自己水杯里面的水倒掉，别带着狭隘、偏见和固有的成见去与人交流。

● 问：你认为成功的投资人需要具备哪方面的品质？你的性格中有哪些有利和不利的因素？

● 答：据我观察，成功投资人一般都有梦想、有激情，勤奋好学，刻苦耐劳，坚忍不拔，善于交流，包容他人，独立判断，永不言败。我性格中的有利因素有：有目标，有计划，有激情，求真务实，勤于研究，善于倾听，乐观开放的心态。

我性格中的不利因素较多，有时候过于谨慎，瞻前顾后，贻误战机；有时候追求完美，患得患失。这些不利因素只有在投资实践中受到市场痛入肌肤的教训之后，才会去被动克服。

● 问：白酒股是否会一直这么火下去？

● 答：从整体上讲，白酒股不可能这么一直火下去，未来会出现分化。遭到爆炒、股价严重透支未来业绩的白酒股会价值回归；而估值合理未来业绩提升空间较大且确定性较强的白酒公司，其股价（市值）仍有提升空间。

● 问：投资哲学和中国的酒文化有没有相通的地方？

● 答：投资哲学在投资活动中所占的地位非常重要。彼得·林奇曾经说过，精通哲学和历史的人，比精通统计学的人更适合做投资。中国酒文化来源于中国传统文化，而中国传统文化又深深扎根于中国传统哲学，因此可以认为，中国酒文化是中国传统哲学的部分外在表现形式，也是对人生观、价值观和世界观的一种表达方式。

一个人的人生观、价值观和世界观，也会自觉不自觉地体现在他的投资哲学中。细细品来，投资哲学和中国的酒文化的确有一些相通之处。

● 问：您觉得有生意头脑是不是成为一名成功投资者的必要条件？

● 答：我个人观点，一般的投资者可以不具备生意头脑；但要想成为一名成功的投资者，生意头脑是必不可少的；要想成为一名卓越的投资者，不仅仅需要超强的生意头脑及敏锐的商业洞察力，可能还需要具备一定的管理能力和领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



导能力。

● 问：能不能给个人投资者一些建议？尤其是刚入行的新人，他们应该怎么找到自己的“贵州茅台”？

● 答：我很羡慕刚刚入行的新人，他们现在所处的点位与11年前差不多，但市场整体估值水平远低于11年前，投资价值远高于11年前。11年前的2200点处于历史最高点一带，是顶部，现在则是从6000多点一路跌下来的，是相对底部区域。

而且，11年前股市基本上没有投资的概念，大家都在投机，结局可想而知；现在市场上投资的理念慢慢深入人心，从长期看，获利是必然的。

“滚雪球”的要领有两个：一是找到一段足够长的斜坡；二是斜坡上要有足够多的湿雪。同样的原理，新人找到属于自己的“贵州茅台”，要领也有两个：一是找到一个有较大发展空间的行业；二是在行业中寻找最有潜力成为行业龙头的公司。

● 问：可以推荐一些好的读物吗？

● 答：我个人的观点，关于投资的读物可以分为好几个层面：

第一个层面：周易、老庄、孔孟、法墨、《诗经》、《时间简史》等；

第二个层面：《伟大的博弈》、《股票大作手回忆录》等；

第三个层面：本杰明·格雷厄姆、巴菲特、彼得·林奇、乔治·索罗斯、李嘉诚、冯时能[①]等人的著作；

第四个层面：《上市公司财务报表分析》、《超级财务骗术》等；

第五个层面：《公司法》、《公司治理》、《税务筹划》、《会计学》等；

第六个层面：优秀的行业分析师撰写的精品研究报告等；

第七个层面：优秀财经论坛、网站、资深财经博主博客等。

---

① 冯时能，马来西亚《南洋商报》总编辑，具有近30年的投资经验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



雪球用户精彩评论

东邪：巴菲特说过一般低估的股票很少4年不涨的，资本兄在贵州茅台身上只等了两年就取得了如此优异的成绩，应该是非常幸运，但中间的心境实在非一般人能体会，用一句诗来概括，“衣带渐宽终不悔，为伊消得人憔悴”。当然也跟资本兄所处的境界有关，放在现在如果看好的股票两年之内不涨，资本兄肯定会气定神闲，再用一句诗来概括，“采菊东篱下，悠然见南山”。恭喜资本兄在不断进步！

乔巴 回复 **@Neo_Anderson**：其实个人觉得投资之所以难，就是因为没有捷径。要读懂一个东西，除了行业专业内容外，往往涉及多方面的角度，尤其是历史、哲学、社会科学等。这也是投资最有意思的地方。

汉尼拔：记得林园说过一句话，“做投资的人，你先得尊重钱”，买东西，追求的是实用和性价比，而不是为了面子。每个人都有自己的喜好，花钱在自己的喜好上本身无可厚非。

冰火猛犸：买了贵州茅台能一直拿着，赚1倍没出、2倍没出、5倍没出，直到今天，无论是什么路数，都值得钦佩了。曾经买过贵州茅台的人不少，但是在这上面能赚大钱的，我相信还真没几个。

郭荆璞 回复 **@流水白菜**：作为理性的消费者，一斤白酒下去还理性什么啊？消费，本来就不是真正理性的。贵州茅台2000元，就算轩尼诗20元能替代贵州茅台的口味吗？煎饼果子买惯了2元钱的，突然涨到5元确实很多人转去买包子了。**@中国资本市场** 您大概很难理解爱酒之人的奇怪消费趋向，我几次喝青稞酒，都是明知道夜里肯定吐得一塌糊涂，第二天头疼欲裂，还是忍不住去喝，身体难受都不顾哪还会在乎什么价钱。虽然我自己看不懂白酒的股票，也很奇怪这种股票的高成长预期，但是作为一个朴素的白酒爱好者，像“醉里挑灯看剑，梦回吹角连营”，像“白发三千丈，缘愁似个长”这样的词句，没有点酒醉狂妄的经历，恐怕还真是难以体会的。

有智思有财 回复 **@郭荆璞**：说得好！讲“理性”吗？喝高粱米粥好了！一斤高粱米，出好几斤粥呢！怎么活不是一辈子？我常讲，贵州茅台好，好在品质，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而不好在“性价比”，贵州茅台的价值只有对品质差异零容忍的群体才能理解。而这个群体，无论在何时，都不会被认为是“理性消费者”，都是不会被看重“性价比”的消费者所认可的。

中国资本市场 答雪球用户提问

东博老股民：对@**中国资本市场 @贵州茅台03** 说：2012年贵州茅台的出厂价上涨了，但我依然对贵州茅台零售价能否保持1519元心存疑虑，想问两位专家，贵州茅台酒跌破1519元的可能性大不大？会不会达到50%的可能性？或者说贵州茅台酒零售价继续涨价的可能性大不大？

中国资本市场：关于贵州茅台官方指导（或建议）的全国统一零售价1519元能否保住这个问题，我想很多投资人都与老股民兄一样非常关心。

关于指导价，其实并非2012年才有，2011年也有指导价——1099元，但形同虚设。全国除极少专卖店遵守凭身份证且限量购买以外，几乎没有经销商、零售商理睬这个限价。2011年各地贵州茅台零售价基本上都突破2000元了。公司限价失败。

2012年情况有很大不同，限价为1519元，但由于贵州茅台公司4月份开始在全国各省会城市陆续开设了31家自营店，自营店按照1519元向社会无限量供货，这对贵州茅台市场价造成了很大冲击，迫使经销商、零售商降价，一些囤货开始恐慌性流入市场，造成市场价逐步下滑至1519元附近。自营店的开设使得公司限价成为可能。

曾有一段时间，个别区域市场价短暂跌破1519元，这时候，公司要求各级经销商严格执行1519元的价格，决不允许低于此价格出售，否则将取消经销商资格。

另外，我也曾在前期的博文中重点提到过：一旦1519元这个价格存在有效跌破的可能，公司将及时宣布提高出厂价来维稳，迫使市场价回到1519元上方。现在回头看，我这个推测是成立的。

公司通过多管齐下的策略，使得市场价又回到了1519元上方。

现在，公司要求自营店和厂家自己开设的专卖店严格按照1519元执行零售价，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但对经销商的专卖店、经销商的酒行、大型商超等零售点允许适度提价销售。

整体来看，1519元不可能有效跌破。

天爵大人：对@**中国资本市场 @贵州茅台03** 说：贵州茅台新推中档酒正在依靠渠道铺货贡献营收， 如何看待未来贵州茅台中档酒面对郎酒和贵州地产名酒（如习酒）的竞争？这一点对未来贵州茅台净利润的持续稳定增长影响有多大？

中国资本市场：从我了解到的信息看，贵州茅台中档、中低档系列酒（汉酱、仁酒、王子、迎宾）的销售并不太乐观，之所以现在系列酒销售增长较快，主要与公司搭配销售策略有关，现在经销商向公司要贵州茅台酒，必须同时搭配一定数量的系列酒。如果没有这个搭配政策，系列酒的销量将会打个折扣。未来系列酒的销售状况有待进一步观察。

从短期看，由于有这个搭配销售政策的存在，以及基数偏低的原因，目前公司的中档酒还未感受到来自郎酒及习酒的竞争。

从长期看，我个人倾向于贵州茅台酒仍旧是公司主要的净利润来源。

马晓沈：对@**中国资本市场 @贵州茅台03** 说：白酒作为中国文化一部分，未来看点不会消失，但是我周围的年轻人似乎对白酒并不感冒，未来白酒消费量较目前会有下降的吧？

中国资本市场：未来白酒消费量是否会下降，这个要看“未来”有多远。从目前的数据来看，白酒消费量仍旧是在增长的，没有见顶的迹象（可能存在增长放缓的迹象，但仍旧需要跟踪多期数据），当前的数据不支持见顶这一判断。

当然，白酒消费量总会有“见顶回落”的那一天，这个与中国经济状况、居民收入状况、人口结构有关。

如果越来越多的年轻人对白酒不感兴趣，那么势必影响到白酒整体的消费量。但是，对于高端、超高端白酒来说，影响不大。年轻人从来都不是高端、超高端白酒的消费主力。等年轻人成长到青壮年或中年人的时候，在有了一定的生活阅历及经济基础之后，才有可能将注意力和兴趣转向高端和超高端白酒。

沈健：对@**中国资本市场 @贵州茅台03** 说：随着贵州茅台的火热，可以预见在不远的未来，酱香型白酒总供给一定会高速增长。对于酱香和浓香谁更适合商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



务和政务消费，历史上曾有过似曾清晰的答案。当浓香白酒从浮躁中回归之后，当贵州茅台回归到贵州茅台本身的时候，说实话，三五年后的贵州茅台是否能如2012年般增长我没有信心！想就以上听您之见。

中国资本市场：如果从大的香型划分上看白酒未来，我想，未来几年酱香型将表现优异。

中国白酒最大的三个香型为浓香型、清香型、酱香型。

20世纪80年代末到1998年这10年，清香型逐步成为中国白酒的主流，清香型的杰出代表山西汾酒在当时有“汾老大”之称。

1998年朔州毒酒事件之后，汾酒逐渐没落，以五粮液、剑南春和泸州老窖为代表的浓香型发展壮大，成为中国白酒的主流，浓香型市场占有率曾一度接近80%，令人叹为观止。

2008年前后，酱香型白酒占有率开始增长，特别是近两年，以贵州茅台为代表的酱香型白酒以其“易于长期保存、越陈越香越值钱”等特性（而这些特性恰恰是浓香型、清香型等其他香型白酒所不具备的），被越来越多的人接受和喜欢。民间甚至掀起一股收藏高潮。

从近几年的数据看，酱香型白酒的市场占有率一直在提升，趋势已经形成，且有加速的迹象。

但是，受制于酱香型白酒生产周期和工艺的影响，其产量不可能在短期内大幅增长，这也使得酱香型白酒不可能很快就成为主流。

对贵州茅台未来三五年的增长，我充满信心。以上仅供参考。

阳阳阳：对@**中国资本市场** 说：你认为赤水河污染情况怎么样?

中国资本市场：从目前搜集到的资料来看，赤水河的污染比数年前情况更加让人担忧。否则，茅台公司也不会在2012年的中报中破天荒地主动提及赤水河污染。

贵州茅台是贵州全省经济的重中之重，而赤水河是贵州茅台的命脉所系，各级政府绝不敢掉以轻心，他们比我们更关心、更忧虑。

关于环境保护早已提上议事日程并已经进入实施阶段，包括大规模从贵州茅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



台镇向外迁移人口，沿河各县、市统一规划集中治理，严控上游工厂（不再审批污染较重的工厂，现有的也将逐步关、停、并、转），减少生活垃圾倾入等。

从目前的状况来看，赤水河的污染不容乐观，但也在可控范围内，不会对贵州茅台酒酒质构成根本性的影响。我个人对未来赤水河治污前景表示偏乐观。

雏鹰ES：对**@中国资本市场 @贵州茅台03** 说：能否谈谈白酒增长和固定资产增长关系的看法?

中国资本市场：先谈固定资产与高端白酒的关系。

认为固定投资与白酒有密切关系的观点，主要依据是请客送礼办事，这些当然要用到高端白酒。

固定投资增长会带动高端白酒消费的增长，这个是说得通的，也就是说，固定投资增长这个条件可以勉强推导出高端白酒增长这个结论；固定投资增长是高端白酒增长的充分条件。

但是，高端白酒增长却无法推导出固定投资增长，以贵州茅台酒为例，早在100年前清末民初时，在北平市，贵州茅台酒的价格就非常高，非常紧俏，那时候可没有什么固定投资的；新中国成立后到改革开放这段时间，贵州茅台酒仍旧非常紧俏，普通人几乎见不到，这段时间也没有固定投资的。

高端白酒的增长有很多原因，不仅仅是固定投资这一条。也就是说，从高端白酒增长无法推导出固定投资增长这个结论。固定投资增长不是高端白酒增长的必要条件。

综上所述，固定投资增长是高端白酒增长的充分但不必要条件。

再看固定投资与白酒行业的关系。**@盛初黄磊** 曾提到过，即便在过去的几年，固定投资高速增长，但是白酒行业内还是有很多企业日子非常艰难，并没有享受到固定投资增长带来的红利。我们平时看到的白酒公司是一些上市公司，是白酒行业中的佼佼者，这些上市公司近几年的确非常不错，所以感觉好像白酒全行业都挺好，其实不然。

所以说，固定投资增长既非白酒行业增长的充分条件，也非必要条件。这就是我对固定投资增长与白酒行业增长关系的看法。

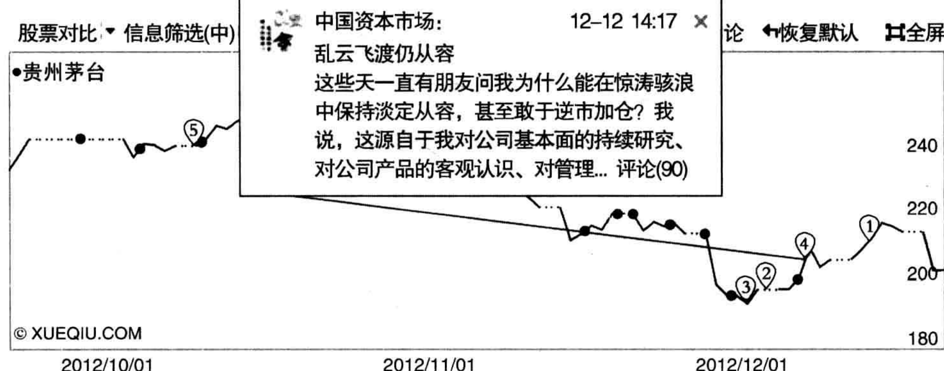
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



参考资料

投资业绩

据叶资本介绍，其账户投入的第一笔资金是3200元，后来陆陆续续投入，到2007年1月累计投入资金45.6789万元。这个过程中经历过一次爆仓，除此之外，从没有从账户中抽离资金。2007年1月之后，多次从账户抽离资金用于大额消费。近几年的收益情况如下：2009年超过100%，2010年超过40%，2011年基本持平，2012年（截至7月20日）超过40%。

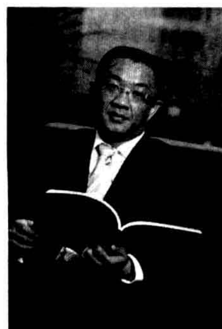


个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刘鹰：投资就像打高尔夫，是一杆杆积累起来的

采访者：@王星Vincent



流金岁月

广东 深圳

股票30只　讨论12条　粉丝504人

经常讨论：康美药业

认证：深圳上善御富资产管理有限公司董事长刘鹰

背景资料

刘鹰1996年入行，在2011年离开了合赢投资，组建了自己的公司——深圳上善御富资产管理有限公司，目前公司旗下有6只阳光私募产品。

刘鹰至今仍然记得，A股市场用跌停迎接他进入证券行业的第一天，那是1996年12月16号。刘鹰坦言，这种对于风险的感性认识，给他留下了很深的印

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



象。刘鹰评价自己，“并不是一个非常愿意孤注一掷的人，做事始终给自己留一些余地”。

刘鹰的办公室里摆着一副围棋，他说这是其上学时就痴迷的爱好，可以让人培养大局观。现在刘鹰更多进行的运动还是高尔夫球，他认为投资和打高尔夫球一样，都要用平衡的心态一杆一杆的积累。

主要观点

1. 为什么说风险发生在你出手的那一刻？意思就是说只要你出手了，70%的风险基本上已经定了。后面的调整无非是让你多赚一点或者少损失一点。

2. 我总结过去的错误，大多数都发生在自己不冷静的时候，对某件事情的判断特别乐观兴奋的时候；发现成功的例子是在大家都不喜欢的时候，坚定做进去，后来发现你是对的。

3. 最重要的是管理者的素质。人是第一位的。因为一个企业最后能做多大，和管理者高度相关。

4. 平淡对投资来说是好事。

5. 你根本不知道市场惯性会到什么时候转变。你唯一知道的是企业这个价格，我愿意买。

6. 逆向投资被套是概率非常大的事件，无非是被套时间长短的问题。但你有一个天然的优势，就是你买得足够低。

7. 追求一个过高的收益率，实际上隐含了一定的风险，只不过你现在没看到。

8. 投资和打高尔夫球很像，到目标的结果是靠你所有不同的杆累计的，所以一杆错了，也不用难过；打好了，开了个好球，也不用太高兴，因为你不知道下一杆会打成什么样子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资要综合考虑资本分红和回报率

● 问：您怎么看2012年上半年这种股市分化的过程？

● 答：可能在相当长的时间都会有这种表现，主要原因是中国经济在被动转型过程中，有一些对改革影响比较大的行业可能会受影响，这必然导致有些行业逐渐被人抛弃，另一些行业被大家抱团，逐步走强。目前看到分化不表示再往后看2~3个季度还是这样。在没有增量资金进入市场、只有存量资金在不同资产配置之间摇摆的时候，必然会造成这样的情况。

所以在这个环境下，我们还是要以投资的本源来看。比如现在市场上很多人不看好银行，说利率市场化等等。但银行如果纯粹从投资的角度来讲，后面无非是坏账的担忧，如果以后每年都能有足够的利润去消化这个坏账的话，实际上以现在赢利的水平5年就能回本，同时加上它未来派息可能每年也有5~6个点的回报——现在从实业投资的角度哪有这么好的事。虽然银行股价波动不一定能给你带来多大的回报，但它的风险实际上已经很小了。相反你看债券基金涨了这么久以后，其潜在回报已经很低了。所以还是要看投资的本源。

投资有些是看资本回报的，有些是看分红率的。所以我们在组合里这些都会有考虑。过去我们认为整体年回报率大概在20%~25%就差不多了，现在看未来可能在15%~20%之间就很不错了。基于这个心态，我们对风险管理可能要更严格。高速增长的过程中会受到越来越多的约束和挑战，这种不确定性就很明显，而应对不确定性就是风险。

● 问：您对风险是怎么理解的？

● 答：第一个层面的风险是对企业认识的深度。就是企业和行业变化和成长的客观规律。投资实际上是在买入和卖出那一刹那就已经决定后面的结果了。所以更多的风险是在你做买入和卖出决定之前，这个时间是做风险控制的重要阶段。第二层面就是买入以后对企业的持续追踪，看企业的经营是不是按照之前预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期的发展。最重要的环节我认为是在最前面，就是买入之前你是否做了足够深入的研究和理解。然后就是你是否在持有期内做了足够的跟踪和研究。很多时候可能两年都不足以把一个公司和行业搞清楚。

● 问：那您认为是买入的风险大还是卖出的风险大?

● 答：我们还是认为买入的风险大。因为买入后在持有期里，企业的波动变化会直接影响你的收益。卖出的风险多数体现在我们过早低估了一个企业的发展潜力。好的标的确实是越来越稀少，但假如我们买的是一个错误的公司，后期我们对公司的认识也不充分，错误可能就会越来越大。卖出如果早了最起码我们不会亏钱，但是买错了可能会亏钱。

● 问：民间有句话叫"会买的是徒弟，会卖的是师傅"，您怎么看?

● 答：我觉得还是买入更重要一些。什么叫"会卖的是师傅"？从长期来说，我们很难老在一个很好的位置卖出。如果从绝对收益上讲，买对始终能给你带来回报；买错了，在任何时候卖，损失都已经发生了。现在你想通过长期做空这种标的来挣钱，是有问题的。但是未来随着做空标的的扩大，确实有可能通过做空赚钱，所以研究的深度对我们资产管理公司就更重要了。为什么说风险发生在你出手的那一刻? 意思就是说只要你出手了，70%的风险基本上已经定了。后面的调整无非是让你多赚一点或者少损失一点。

● 问：这么说您会对出手机会要求很苛刻?

● 答：大体要求很严格。但我个人习惯不管是买还是卖，出手一般都分2~3次。一般是先买点，然后观察，再等是不是有一些新的事件和机会出现，看是不是印证了我们的判断，然后再做决定。因为我们对一个标的很难第一次认识就很清晰。这可能和我性格有关，我不是非常愿意孤注一掷，始终给自己留一些余地。这样做有好有坏，可能收益率不是那么大，但是也不太容易犯很大的错误。

● 问：您觉得自己是什么性格的人?

● 答：稳健偏积极。乐观是主要方向，但是对风险还是有"由内而生"的敬畏。因为我进股票市场的第一天这个市场是跌停的。1996年12月16号是我进这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个行业的第一天，之前我不是做证券的。所以我觉得这个市场的风险很多是超出我们理解范围的。后来对风险的变化，随着参与的深入感受也越来越深。人就是这样的，比如我在考到驾照之前其实已经开车在路上跑了，那时候觉得没什么问题，但是拿到驾照以后，突然意识到了什么叫风险。所谓无知者无惧，知了以后反而会小心。无惧有时候也会撑死胆大的，饿死胆小的。比如在大牛市的时候胆大的就能被撑死，而胆小的反倒赚不到钱。有撑死你的时候，也就有饿死你的时候，这也是认知的提升。我们对风险的理解，首先要评估风险在哪里，能承受多大的风险，以及我们要获取什么样的和风险匹配的回报。

● 问：您觉得对于股票市场，什么是和风险匹配的回报?

● 答：我觉得既然是股票市场，就要获得比固定收益高一点的回报。但也不能高过PE，风险投资完全不确定，是靠概率的投资。我不能像风投似的投资10个，只要有2个成功我就赚回来了。我投资10个，起码7个要赚钱，最多3个赔钱，但是赔也要赔在一定限度之内。这是两种完全不同的风险状态。所以过去你很难看到我们管理的产品跑到很前面或者很后面，但是时间长一点，我们还是很有信心。因为我很清楚地知道追求一个过高的收益率实际上隐含了一定的风险在里面，只不过你现在没看到。我们的产品是希望告诉大家，你任何时候投进来，都不会很差。我觉得这个行业每年15%~20%就是可以知足的一个回报。

● 问：这个回报不一定所有的客户都满意吧?

● 答：是，客户也会受教育。如果你不满意这个回报，你会发现最后那些所谓的高回报最终不一定是属于你的。所以这就是为什么我们的客户一次次受伤、受教育，退出这个市场，他也要有一个受教育的过程。我们自己也受到过很多这种教育，你不满足于这个收益率，就要承担相应的后果。下一次他就知道了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个人经历

● 问：简单讲讲您是怎么入行的?

● 答：很简单，1995年毕业来深圳，在外资企业做了1年的时间。然后观察深圳，观察这个世界，发现证券这个行当好赚钱。当时看股票市场一涨就能赚钱，有很幼稚的想法说这个行当不用依靠其他人，用脑袋就能赚钱了。我觉得这比较好，因为我没有什么别的资源。然后就进入证券公司，这一进来十几年就一直没离开。

● 问：但您一进入这个行业第一天就赶上跌停?

● 答：我当时一进来就做证券公司电脑部经理，因为我是学计算机应用的，然后第一天就在电脑房看到所有的监控屏幕一片惨绿，连跌了3天。那个印象是很深刻的。那时候觉得这个市场挣钱很容易，但亏钱也很容易。所以后面就慢慢自己研究、提高，经历起起伏伏。

● 问：入行一开始也是看技术分析比较多?

● 答：显然，那个时代都是技术。但是更深的参与之后发现，技术的图形在某个时间段也是人为的，是做出来的。就是以前庄家和散户的游戏，这游戏甚至到现在也还有，因为现在还有人相信这个。这个游戏一直持续到2001年。2001~2005年这种游戏方式基本走向衰败，所谓价值投资、研究企业的投资开始逐渐兴起。

● 问：当时主要是因为公募基金起来了?

● 答：是，当时券商是坐庄的主体，公募是做价值投资的主体。那段时间以券商的惨败、不断关门整顿告终。然后公募靠研究企业基本面不断成长，直到2006~2007年将公募价值投资的崇拜推向一个高峰，然后就过于崇拜，之后大家就一起犯错误。接下来公募也经历了大的滑铁卢，到现在规模逐步缩小，广大基民一次又一次受伤害。从2009年私募兴起，这些人确实做得比公募好，然后又开始对私募无比崇拜，最后又发现过了。所以我总结起来，凡是很热的时候，大家都一窝蜂觉得特别好的时候，潜在的风险就会出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：这其实跟投资股票一样。

● 答：对，投资股票也一样盲目。其实我是一个坚定的逆向投资人。时间放长一点，逆向投资人都能赚钱。他有可能会逆得早了点，会接着被套。但是逆向投资人因为始终坚持一点：我买的比大部分人便宜，所以相对成本优势和心理优势是存在的，只要你选择的标的没有特别大的问题，就没什么事。我总结过去的错误，大多数都发生在自己不冷静的时候，对某个事情的判断特别乐观、兴奋的时候；发现成功的例子都是大家都不喜欢的时候，坚定做进去，后来发现你是对的，只不过有时候我们等的时间可能稍微长了一点。

● 问：有没有可能在市场回归正常之前就牺牲了?

● 答：我们还好。但是我们知道有些同行有这样的事情。其实这个世界上没有一种完美的投资方法，每一种方法都有潜在的问题。趋势投资有趋势投资的问题，逆向投资也有逆向投资的问题，关键看你更擅长哪一种。

● 问：逆向投资被套是不可避免的吗?

● 答：对。逆向投资被套是非常大概率的事件，区别只在于被套时间的长短。但你有一个天然的优势，就是你买得足够低。虽然也许还不足够低，但总之比大部分人低。当然最核心的问题还是取决于对公司标的的判断和选择不要有问题。

● 问：您是什么时候慢慢抛弃技术分析的?

● 答：我到现在也没有抛弃。对市场宏观趋势和行情的判断，整体我们还是会用一些。它还是有用的。因为市场波动不是由一个个体来决定的。过去技术分析为什么有问题，是因为人们很容易操控，但现在越来越难操控。技术分析的逻辑基础是市场参与者的反应，遵循的是超买和超卖，这都是对情绪过激的一种反应。技术分析很多东西是统计学上均值回归的概念，它始终是过头了以后会回到均值的位置，所以它是有一定道理的。但是它只能帮你判断买入和卖出的时间点，最终股票的方向还是基本面决定的。我们在选择时会结合技术分析的东西。

● 问：您怎么看择时和选股的关系?

● 答：选股是70%~80%，择时也就20%~30%的重要性。选股还是最重要的，也就是“你在什么时候买”和“为什么买”以及“什么时候卖”和“为什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



卖”是不一样的。“为什么买”和“为什么卖”很重要，是因为基本面发生变化了。“什么时候买卖”是判断市场情绪的事情，这本来就让人琢磨不透。我们不能保证有多大的几率，只能靠经验。经验告诉我们，如果有6成时间里做对了，就已经不错了。所以不能对自己期望太高。

● 问：您最关心的公司有哪些特质?

● 答：最重要的是管理者的素质。人是第一位的。因为一个企业最后能做多大，和管理者高度相关。最终所有的数字都是管理者决策做出来的。除了管理者素质，其次就是公司的治理方式，比如是民营还是国有，管理者是长期打算还是短期打算。我后来也去商学院学了几年管理，也做了些研究。就是说是管理者决定了能把企业带到什么样的高度，但是他的决定受制于企业治理结构、股东层面的结构。假如整个公司管理结构有问题，股东利益和管理者利益有冲突，管理者的行为就会发生扭曲。大部分时间股东关心长期回报，管理者更关心短期回报。

● 问：按照这个标准，中国很少有公司能符合标准吧?

● 答：其实在2005年之前，市场是不关注这些的，大家炒股票，根本不研究公司是干嘛的。但是股票分置改革以后，实际上把公司股东利益和管理者利益绑在一起了。以前我作为股东管理者，有很多方法从上市公司里拿出2000万元的，最后拿了就拿了。但现在你拿出2000万元以后，可能市值就损失2亿或者5亿~10亿元。那假如你把股权拿到银行去质押，显然你的风险是很大的。所以现在我们应该相信但凡这个企业主是有能力的，他还是愿意把企业做好的。大部分民企毫无疑问是这样的，但是他想和他有没有能力是另外一回事。

● 问：您怎么看中国民营企业家普遍没安全感这个问题，包括很多企业家等公司上市以后就想着套现移民?

● 答：没错，如果他的股权不够集中、不够大，这种公司是不安全的。因为你拿太多的股权，你想撤都没地方，没法跑。我们不否认有相当一部分民企觉得不安全、想撤，但是还是有相当一部分人撤不了或者不想撤。我们选择的时候就会看你持股比例是不是足够高，这是很重要的标准。股权不能太多、太分散。总之你要找到一个理由，说管理者的利益和企业股东的利益是一致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：您怎么看国有企业低效率的问题?

● 答：国有企业里其实有很多能人，但是在利益问题没有解决好之前，期望值不能太高。总要看到一个统一的利益体，小股东和大股东、管理者的利益一致，这表明他们想把这个企业做好，然后你就评判他能不能做到。如果不想，就是管理者素质和品质有问题，就要回避。

● 问：如果选傻子都能经营好的公司岂不更好?

● 答：这当然是一种方式。但是傻子都能经营好的公司在中国又有几个呢? 这种公司，贵州茅台算不算一个? 但是贵州茅台也不是简单到傻子都能经营好的公司。我们承认贵州茅台是不错的产品，但贵州茅台的管理者不太好讲。我们如果能找到既是好的公司，又有好的管理者，可能从长期来看比贵州茅台更加安全。

● 问：您怎么看估值这个事?

● 答：估值这事情，和情绪、市场流动性有很大的关联度，是很脆弱的东西。我们会有基准。大资产配置总是有流向的，跟利率水平有关，就是所谓钱的成本，再根据风险议价来决定估值。这个和经济周期有关。利率下行的过程，股市估值应该是有支撑的，市盈率肯定不应该越跌越低。但是因为估值和赢利有关系，同时估值有PB、PS①、EBIT②等，不同估值都不一样。坦率讲，国内估值标准过于单一，过于看重赢利估值，对企业价值的估值。所以你说贵州茅台2700亿元的市值，是不是就真的比银行低? 银行真的就只有1倍PB，贵州茅台就10倍PB? 当然，这是建立在赢利基础上的，但是赢利是有变化的。所以投资是挺复杂的事情，估值挺脆弱的。

● 问：您平时都怎么估值?

● 答：其实都用，我对PS也挺看重的，就是销售额和市值的关系。

● 问：销售额容易造假吧?

● 答：销售额不容易造假，赢利容易造假。

● 问：为什么这么说? 把应收账款一挂销售额不就出来了?

---

① PS，即市销率，是指普通股每股市价与每股销售收入的比率。

② EBIT，即企业支付利息和缴纳所得税前的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：你用账款这么做，太容易辨识了。造假还有一个是不是聪明的问题。造假完了，一堆的应收账款，现金流很差，那销售额显然是虚的，这很容易看出来。销售额造假，如果想一点痕迹都不留非常难。

● 问：那您反倒对赢利不那么重视?

● 答：没有销售的支持，赢利变化过高肯定有问题。赢利一定要在有收入的基础上，才是健康的赢利。

● 问：现金流折现之类方法用得多吗?

● 答：这个东西坦率说比较复杂，这里面变量太多了，不太用。我对销售收入的增长能力是很看重的。没有收入增长表明公司成长有问题。

● 问：您什么时候会卖出?

● 答：超出自己目前理解的范围就会卖出。可能从我们买入一只股票到我们愿意离开的时候会有一个预期回报，如果达到这个预期回报，我们会卖出一部分。这种预期是和我们对于公司基本面的理解相关的。在我们理解的基础上，如果股价远远反映了公司基本面的影响，可能就会考虑卖出。按照一年的时间来看，股价变化比较大的，可能就两三个月，有一波上涨、一波下跌，剩下的时间一般都在某个时间段内盘整。那么这段实现了，我们会评估一下，看是否超越了我们的预期。某些公司是慢慢涨的，这种你就慢慢拿着。有的公司，这两个月只涨了5%，下一个月涨了30%，剩下时间就盘整。这时候它的相对价值在很短时间内就被市场发觉了，我就会减持一些，把这些钱投到别的地方去。但是这些股票我们都是长期跟踪的，可能市场情绪没那么好了，可能股票跌到一定阶段，我们又会重新买入。我们基本上就锁定长期的投资标的，然后看对公司价值、基本面的理解相对市场是领先还是落后，以此来决定买入或卖出。

● 问：您最成功或失败的投资?

● 答：我没感到有什么特别成功，也没有什么特别失败的。我的性格就不是那种大起大落的性格，所以是小错误不断、小成功也不断。但总体来说，做得对的比做得错的要多，否则我不会现在还在做这个事情。不过这确实是一件比较平淡的事情。

● 问：平淡对投资来说是好事吗?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：我个人觉得是一件好事，尤其是从投资管理的角度来说，这样你心态才能平稳，你才能保持相对冷静和乐观。所以我们说该挣的钱挣了，该赔的钱赔了，不要过于担忧。

● 问：但也有一种说法是没有经历过大起大落的人生，不会有真正的平淡和宁静?

● 答：这个要看你怎么理解大起大落。我们从1996年进入这个市场没有经历过大起大落吗? 经历了。其实作为一个旁观者，你清晰地看到了市场的大起大落；作为一个参与者，你或多或少感受到了大起大落。但在这个大起大落中，我们尽可能不要大悲吧，尽可能争取小悲大喜。

● 问：您从业以来学到的最重要的经验是什么?

● 答：最重要的我觉得就是逆向思维。但是要清晰地认识到逆向投资天然的劣势。就是我知道我是逆向的，所以不要逆得太早，不要在黎明前就躺下了。我们现在都是围绕这个在做。有些人做选美、趋势，这也是一种方式，但我可能不太习惯这种方式。逆向投资要命的就是逆得太早了。

● 问：怎么能锻炼出始终坚持的信念?

● 答：这取决于你对自己投资标的的认识，如果你认识不深入，只不过是泛泛认识的话，你肯定是拿不住的。如果不是基于企业长期认识的话，你也是绝对拿不住的。市场很复杂，有很多影响因素。你根本不知道市场惯性会到什么时候转变。你唯一知道的是企业价格，我愿意买。花旗原来跌到过1美元，没人敢买。后来轻轻松松涨了几十倍。做投资不是简单的事，不是一般人能做的。

● 问：成功投资者需要的素质有哪些?

● 答：严谨的态度，很强的学习能力。要有不断自我纠正、反省的能力，要会认错。另外，所有决策要自己做过严谨的思考。要善于学习，善于认识错误。

雪球用户精彩评论

天地侠影： “花旗原来跌到过1美元，没人敢买。后来轻轻松松涨了几十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



倍。”这个判断很有问题，2011年5月6日，花旗股本每10股合1股，现在股价29.83美元，也就是原来是2.983元！哪有轻轻松松几十倍的涨幅？较金融危机的最低谷，涨幅也不到2倍！当时真的是生死未卜的问题。现在回头看，未免太轻松了。我真不知道能再说什么，难怪合赢走到今天的地步。

不明真相的群众 回复 **@天地侠影**：我买过这只股，我证明没有涨几十倍。除了缩股以外，300亿美元的再融资，美国政府债转股对股本摊薄也非常厉害，所以即使“抄底”回报也有限。

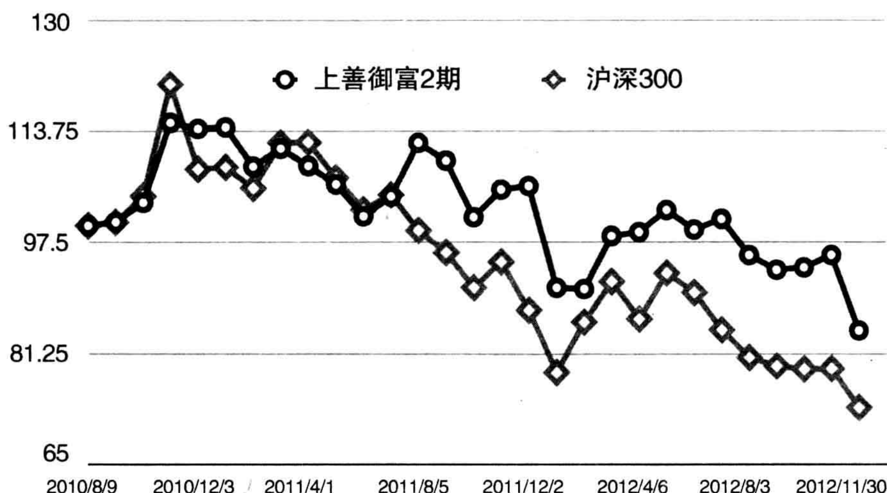
不明真相的群众 回复 **@天地侠影**：关于抄底，以前我们讨论过一种策略，叫做选择不会倒的行业，买其中最好的那家＋最差的那家。行业不会倒是前提。

王星Vincent 回复 **@不明真相的群众**：投最差的一家怎么理解？反弹最好？

不明真相的群众 回复 **@王星Vincent**：如果它没有倒的话，会上涨得最凶。

参考资料

投资业绩



（数据来源：好买基金网公开数据）

上善御富2期业绩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



康美药业(SH:600518)　　买卖　+ 加关注

¥ 13.60　+0.750 (+5.84%)　　2012-12-25 15:05:00(北京时间)
实时行情

今开：12.94　昨收：12.85　最高：13.65　最低：12.92

成交量/平均：　最高：17.30　52周最低：10.49

市盈率LYR：　收益：0.466　每股净资产：4.48

总股本：21.9

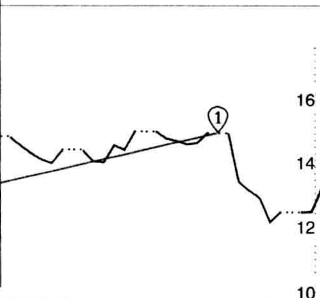
股票对比　查看讨论　恢复默认　全屏

2012-12-24



流金岁月V：　12-15 23:35 ×
刚根据中能兴业的研究看了一下康美的几份年报，至少好像所谓普宁中药市场相关数据与本报告给出的数据不一致，不知是中能兴业忙着打假而疏忽了自己就是... 评论(4)

中能兴业valuetoolV：
康美谎言（下）
报告作者：中能兴业投资咨询公司、康美药业在土地购买和项目建议上涉嫌造假，至少虚增了18.47亿元的资产，几乎是公司2002~2010年9月净利润的总和。http://xqdoc.b0.upaiyun.com/13b9cdab93e4b3fbcd6d8f7f.pdf 评论(17)



© XUEQIU.COM

2012/10/01　2012/11/01　2012/12/01

个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李剑：严格挑选，科学组合，长期持有才是硬道理

采访者：@王吉陆



牵牛星

广东 深圳

股票33只　讨论136条　粉丝2571人

经常讨论：贵州茅台，东阿阿胶，腾讯控股

认证：深圳牵牛星资产管理有限公司总经理李剑

背景资料

李剑1995年投身证券投资，1999年几乎破产，2000年他开始系统接触价值投资理论，“一如久旱逢甘霖，从此精读精研，乐此不疲”。为了清算1999年前因盲目投机几乎导致破产的错误，李剑连续3年阅读了数百本书、上千份财务报表，重点调查了十几家上市公司。数年之后，作为一名“好股收藏家”，李剑不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但本人拥有了较多资产，并影响身边一批朋友跻身富裕阶层。

针对普通的投资者，李剑在一篇《好股收藏家》中系统地阐述了“严格选，随时买，不要卖”的投资理念，简单来说就是投资一家公司的股票之前，首先考察公司有没有独一无二的竞争优势；接下来要考虑的是这种优势能不能形成极强的赢利能力，好股票应该具有数十倍的成长潜力和前景，平均每年的利润增长率不能低于20%，当然，能超过30%就更好；最后还要看它的优势和赢利能力能不能长期保持。精选了好股以后，把好股简单留起来就行了。李剑还举了一个简单的例子：“深圳的年轻人如果月薪在3000元左右，那么一对情侣如有毅力又有恒心，每月拿出收入的20%，即每个月各拿出600元来进行投资，按月买进那些平均利润递增在20%以上的公司股票，无论如何都不再卖出。40年后，就轻松成为亿万富翁了。”

主要观点

1. 要把握一家企业未来是不是能够保持20%的利润复合增长，首先当然是要把握它是否具有持续获得超过市场平均利润增长水平的特殊优势。

2. 长期持有优秀的企业才能赚大钱，“不战而屈人之兵”是最高明的战略。老想着自己的爱股是否高估，老想着先卖掉再买回来，老想着尽善尽美的操作，实践中很容易从千里马的马背上掉下来。频繁换下跑累的马、高抛低吸、止损等看似美妙正确的操作，在实践上负多胜少，也很累人。

3. 投资要特别警惕那些看似正确但实际操作中极易犯错的东西。经常变换股票犯错的几率更高、成本更高。坚持一种好的投资方法虽然有时会牺牲短期和局部利益，但换来的是长期和整体的成功。

4. 老是判断一家企业是不是高估，想着在高估时卖掉，再去买低估的其他股票，实现利润的最大化，这种思想容易“画虎不成反类犬”。实践上不如严格挑选、科学组合，一旦选中，就坚持持股到底效果好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



严格选股是核心

● 问：这一篇《做好股收藏家》比较系统地阐述了您的投资理念，不过这篇文章是5年前写的，现在您的想法是否有一些改变?

● 答：主要思想也就是要收藏优秀企业的理念完全没有改变，只是对消费垄断型企业的收藏想法更强烈了一些、对行业的选择更严格了一些。

● 问：这篇文章浓缩到最短就是“严格选、随时买、不要卖”，而“随时买”和“不要卖”我认为是操作策略，所以核心还是“严格选”，归纳一下您文章的观点，就是看三点：1. 拥有独一无二的竞争优势；2. 这种优势能不能形成极强的赢利能力；3. 优势和赢利能力能不能长期保持。对于第一点，您文章中总结了6种优势，5年过去了，您对这6种优势是否有修正? 是否有新的经验总结?

● 答：对于“严格选、随时买、不要卖”这种投资策略，我当时已经特别指明了那只是针对年轻工薪阶层的投资建议，并非是针对专业投资者和机构的。其中的“随时买”不考虑复杂的估值和价格问题，而是采用每月都用工资奖金的20%坚持不断买入的方法获得平均成本，所以核心在“严格选”上。

对于企业优势的概括，除了这篇文章讲的6种优势外，我还在其他文章中谈到过诸如“垄断、提价、无限扩张”的行业优势、“产品独一无二、产品供不应求、产品量价齐升、产品永不过时”的产品优势、“品牌消费、大众消费、反复消费、奢侈消费、成瘾消费”的5种消费类型优势，以及最近在“消费垄断型企业系列谈”中提到的关于消费垄断型企业的10大要素等等。这些优势有些是从行业的角度，有些是从产品的角度，有些是从经济“护城河”和长期经济特征的角度来分析的。希望朋友们多思考这些重要的选股标准。

严格选股的理论和实践问题是很丰富的，可以从各个方面、各个角度去把握和理解，并且可以不断地深化。

● 问：谈到赢利能力时，您提到“好股票应该具有数十倍的成长潜力和前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



景，平均每年的利润增长率不能低于20%，当然，能超过30%就更好”，另外，您还有一篇文章用“股票投资，特别是长期投资……第一是成长，第二是成长，第三还是成长！”来说明高成长的重要性，那您又是根据哪些因素来预判一家公司未来的年均利润增长率不低于20%呢？您通常会看多少年的前景？

● 答：这个问题上面已经回答了一部分。再补充说一点：我认为，要把握一家企业未来是不是能够保持20%的利润复合增长，首先当然是要把握它是否具有持续获得超过市场平均利润增长水平的特殊优势。它最容易在消费垄断型企业中实现。再具体一点，还可以从以下5个方面去分析：1. 良好的历史高增长数据。这一点，仅限于稳定高成长行业，特别要提防衰退性行业和强周期性行业。2. 经济“护城河”的宽度和种类。优势越多越好，“护城河”的宽度越宽越好、种类越多越好，所谓“万千宠爱在一身”，就是如此。3. 产品和服务有长久、广大、反复、强烈的需求。4. 有未来确切的利润增长点。这一点，越具体越好。5. 提价能力强。每个企业的产品都可能遇到销量瓶颈，一旦销量不足，便可用提价来提升利润。

看企业我没有想过和算过要看多少年。一般都以百年老店的标准来要求，所以特别警惕衰退型行业、产品和服务容易过时的行业。

● 问：您提出的6种优势中，有一个行业优势，而您一直强调选股时先行业后个股，符合哪些条件的行业具有优势？选择行业时注意哪些因素能更容易找到好公司？

● 答：我曾在很多文章中谈过易了解的稳定成长型行业的优点，更着重提到过具备5种消费类型的行业特别值得注意。

● 问：同一行业的不同公司之间又如何进行比较？

● 答：这要说起来就多了。全面比较加重点比较吧。其实，如果你事先设定了严格选股的标准，很多行业根本不用具体分析，它们不值得长期投资。同一行业的不同公司也有很多不用比较。一眼看不出独一无二竞争优势的企业，就不用再比较了。

● 问：一只股票进入您的收藏库以后，您是否还会不断验证过去做出的判断是否仍然成立？如果收藏一只股票之后，发现最初考虑的理由有些不成立了，怎么处理？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：进入收藏级别的企业当然是经过深思熟虑的企业。但人不是天才，人是不断进步的。特别像我这样比较愚笨的人，总是要不断读书思考、不断调查研究才能稍微进步一点，看看自己的投资理念和选股方法有些什么需要总结提高的地方。所以当然会隔一段时间验证一下自己原先的判断，但不会很频繁。如果发现原先的理由有些不成立，也会少量替换，但更主要的是仍旧持股不动，同时思考问题出在哪里，避免今后再犯同样的错误。

● 问：我觉得这篇文章里所写的最难理解的是“不要卖”，高估也不卖、公司基本面变坏也不卖，您在文章里强调“判断高低涨跌这些东西太复杂了，这是自己能力圈之外的东西，也是害人的东西”，可是您在投资中不对所投资的公司做一个大致的估值吗？如果有估值，当股价超出估值而公司基本面没有发生变化时，不能认为是高估吗？另外，您如何给一家公司做估值？

● 答：这里包括两个问题，分为买入前和买入后。买入之前肯定要估值，再优秀的企业也要价格合理才能买进。买入后就长期持有，除非要用钱否则不再卖出。高估了也不卖出。这个道理要一些实践、阅历和哲学理念才能完全理解。

“两害相权取其轻”。一家优秀的企业变得高估了，没有及时卖出，比如巴菲特没有在1999年初以90美元一股的价格把可口可乐卖掉，连他自己也有些遗憾。但这个问题比起频繁买卖来说，损失和危害要小得多，只是赚多赚少的问题，并不影响巴老先生的长期业绩。长期持有优秀的企业才能赚大钱，“不战而屈人之兵”是最高明的战略。老想着自己的爱股是否高估，老想着先卖掉再买回来，老想着尽善尽美的操作，实践中很容易从千里马的马背上掉下来。我在十多年中看到过太多这样的例子。频繁换下跑累的马、高抛低吸、止损等看似美妙正确的操作，在实践上负多胜少，也很累人。

这些年，我也非常诧异，为什么人的眼光有那么大不同。长期持有优秀的企业能够轻松获得很高的回报，为什么要盯着一些市场差价那么动心？我遇到的活生生的例子是，有人当年对32元买进、36元卖掉的贵州茅台极为坚决，可是对我和他们反复说过的，比如将来10年内可能随着利润的增长股价会到达1000元以上的股票，却丝毫没有激情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：再说公司基本面变坏的情况，如果已经确定公司基本面变坏，就是说当初选择买入时的理由已经不成立了，如果以这个基本面回到过去，是不会买入的，既然如此，为什么还要继续持有呢？为什么不把这部分股票换成现金，寻找其他的好公司呢？

● 答：投资要特别警惕那些看似正确但实际操作极易犯错的东西。经常变换股票犯错的几率更高、成本更高。坚持一种好的投资方法虽然有时会牺牲短期和局部利益，但换来的是长期和整体的成功。比如，美国标准普尔指数成分股中经常有基本面严重变坏的个股，但并不影响它们的长期整体收益远远超越平均通胀水平，何况按照巴菲特的严格选股标准选择的皇冠明珠型或民族瑰宝型企业构成的组合，个个都是超级球员，哪怕个别选手负伤，也不会影响整个足球队取得冠军。

这个问题用中国A股中的实例更好说明。在中国学习贯彻价值投资的人，一般在10多年前都会在组合中买入云南白药、伊利股份、东阿阿胶、同仁堂、贵州茅台等消费行业中的顶尖企业，它们中好几个都涨了几十倍，其中一个还涨了一百多倍，即便在组合中有几个股票跌到零，你还是大大的赢家，不要说比亏损的人赚得多和赚得轻松，就是比买指数基金这样最保守、稳健的做法，也要优越得多。

很多人只注意某个股票高估了就应该卖掉，却很少思考坚持不动对整体和全局获胜的重大意义，也很少思考灵活多变的性格和随机应变的策略有多大的成本和失误杀伤力。

明星企业也会有各种风险，特别是突发性事件，这个时候适当分散的策略就是灵丹妙药。

老是判断一家企业是不是高估，想着在高估时卖掉，再去买低估的其他股票，实现利润的最大化，这种思想容易“画虎不成反类犬”。实践中不如严格挑选、科学组合，一旦选中，就坚持持股到底效果好。错了就错了。适当分散的投资策略已经考虑过这个问题。

● 问：您是否仍然持有招商银行？最近招商银行下跌不少，已引起不少讨论，有人认为已严重低估，也有人认为其赢利能力已经下降并且有坏账风险，您怎么看这个公司？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：我仍然持有我认为最优秀的银行、企业的股票，它们是我的长期投资组合之一，只是分量没有消费类的顶尖企业那么重。我对它们的看法没有改变。

● 问：您总结的竞争优势中有一个品牌优势，最近围绕广州药业收回“王老吉”品牌的讨论已经很多，您觉得“王老吉”是否具有品牌优势？而广药收回之后能否把这个品牌优势延续下去？未来广药的“王老吉”和加多宝谁能获得更多的市场份额？品牌和渠道哪个更重要？

● 答：“王老吉”当然有极大的品牌优势，要不然怎么会争得这么厉害！说实在的，我不知道“王老吉”和加多宝谁能在未来获得更多市场份额。判断这个我的智商不足。品牌和渠道都很重要，都是经济“护城河”的形式之一。但谁更重要要视行业和企业的不同而定。

参考资料

可口可乐(NYSE:KO) 买卖 + 加关注

Coca-Cola Co (KO)

$36.73 -0.160 (+0.43%) 2012-12-24 13:59:00(美东时间) 实时行情

盘后交易 0.00 (0.00%)

今开：36.72	昨收：36.89	最高：36.80	最低：36.57
成交量/平均：485.17万/1334.00万	52周最高：40.67	52周最低：33.28	市盈率TTM：19.17
每股收益：1.92	每股净资产：7.40	股息/收益：0.25/2.78	总股本：44.90亿
总市值：1647.40亿	机构持股：62.00%		

股票对比 ▾ 信息筛选(牵牛星) ▾ 只看行情 查看讨论 恢复默认 全屏



个股股价图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陈宇：集中火力，猛攻能力圈内的行业

采访者：@王星Vincent



神农陈宇

北京

股票5只　粉丝359人

认证：北京神农投资管理有限公司总经理陈宇

背景资料

陈宇并不是一位典型的私募经理。董事长秘书出身的他，相对于那些昔日的明星公募经理，似乎多了些许对于资本市场本质的理解。

在陈宇看来，中国股市跟火车站一样，里面只有三类人挣钱：站长、票贩子、小偷。其中内幕交易者和庄家是站长，价值投资者是票贩子，涨停板敢死队

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是小偷。陈宇也坦承，在中国股市实际上只有2%的企业值得长期持有，而王亚伟的离职标志着股市的原有游戏规则已经改变。

陈宇认为，只要在企业里面干过，就知道要想成为多个行业里的专家是不可能的。而投资最重要的是要永远守住自己的能力圈——在某些时候甚至要有嘲笑市场的勇气。这种勇气更让陈宇希望把自己的神农投资打造成中国版的“老虎基金”。

主要观点

1. 我们一直认为市场上真正值得关注和投资的企业凤毛麟角，也就只有不超过2%的企业值得我们长期关注和持有。

2. 历史证明，好公司在中国永远有便宜的时候，不然这些公司也涨不了20~30倍。

3. 这个企业是值100亿元还是120亿元我可能看不出来，但是如果说这个公司现在市值20亿元，我肯定就能看出来这公司很便宜。

4. 创业板必须要经历小非抛售和管理层稳定成长这一阶段，过了这个阶段我们才买。

只关注衣、食、住、行、乐、医和高科技

● 问：为什么要把老虎基金作为标杆？在国内市场怎么做对冲?

● 答：老虎基金初期的特点是选股型对冲基金，在股票市场做对冲，买更好的代替好的，卖更坏的代替坏的。在国内，暂时我只能够买、不能卖，所以暂时实行一半的策略。如果未来敞开了融券[①]，我再弄另一半。老虎基金对人的理

① 融券，亦作出借证券。证券公司将自有股票或客户投资账户中的股票借给做空投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



念，我也很赞成。他们的人都是自己培养的。到后老虎基金阶段，又养了一堆小老虎。这种理念我们也希望实践。另外，朱利安·罗伯逊创立老虎基金时已经50多岁了，之前他什么职业都干过。他把这个圈子摸透了以后，才成立老虎基金的。我们也有近似的背景，比如我本人不是做基金经理，也不是做券商自营出身，是做董事长秘书的。感觉对老虎基金的运营思路很熟悉，对办事的风格也很欣赏。

● 问：董事长秘书的任职经历对您做投资有什么帮助吗?

● 答：我长期在上市公司工作，对行业趋势和企业管理的理解可能角度会更特别，比如把握趋势，什么行业在未来5年、10年会发展得更好。在这个行业里头，哪家企业领导团队是最棒的。对此的判断和把握上，我们有自己的一套方法。另外，我们一直认为市场上真正值得关注和投资的企业凤毛麟角，也就只有不超过2%的企业值得我们长期关注和持有。市场上2500家企业，2%也就是50家企业，每年300家企业来了，也就是增加6家，我们就是在这6家里面挑。

● 问：这2%的企业你都关注?

● 答：企业里面干过，就知道要想成为多个行业里的专家是不可能的。要想做好的话，必须要专注，集中火力。所以我们有自己的能力圈。我们只关注“衣、食、住、行、乐”。“衣”，我们也包括医药的“医”。“乐”比较广泛，我们把券商也视为“乐”。因为炒股票对散户来说更像是游戏机，只不过游戏机是吞你的币，炒股票是吞你的钱。所以乐视网也是“乐”，东方财富网也是“乐”。除了衣服和医药，“衣”还包括我们感兴趣的高科技领域，龙头老大，也叫“一”。包括汇川技术、海能达、科大讯飞，这都属于“一”。我们和巴菲特投资风格比较像，就是吃喝玩乐这些事。

所以你看我们买的股票，基本上都是这些行业的。第二名我们一般都不看。当然，第一名有可能是潜性的。

● 问：那您怎么判断谁是潜性的第一?

● 答：我们有我们的方法和逻辑。这基本上得看眼光了，看硬指标你看不出来。

● 问：这种判断是定性多一些还是定量多一些?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 答：相结合。首先是定性，再定量。先看一个人有能力，再看能不能干出活来。

● 问：也就是说要一开始观察，后来再入手?

● 答：理论上是这样，但实际上可能我们也做得不完美。

● 问：按这么说，您只投衣、食、住、行里的第一名，这看起来简单啊?

● 答：问题是第一是动态的，谁能成为第一和现在的第一是两回事。

● 问：您觉得什么叫“便宜”？

● 答：比如这个上市公司，内在价值200亿元，现在市值100亿元，我觉得这就算“便宜”。再比如这家公司未来能挣200亿元，现在50亿元，也叫“便宜”。

● 问：有人说好公司在中国市场很少有便宜的时候?

● 答：历史证明，好公司在中国永远有便宜的时候，不然这些公司也涨不了20~30倍。

价值投资者就是票贩子

● 问：在中国A股您觉得什么风格的投资能赚钱?

● 答：两种。一种是“抢傻瓜的钱”。涨停板敢死队就是“抢傻瓜的钱”，完全的投机客，他们的博弈对手就是5000万散户，就像火车站前头的小偷。中国股市就是一个火车站，一群散户傻乎乎地在里面混，胆大心狠的小偷总能赚钱。这种人肯定行。但是这种人是犯法的，时常会被逮进去。

第二种人就是火车站倒票的。倒票的就是把握价值。首先你有路子，然后你有估值能力，知道这票压手里，也不会亏。

● 问：也就是说正经的人赚不着钱?

● 答：也不能这么说。倒票也是价值投资。总的来说，国家经济结构转型，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济增速下降，大部分人肯定亏钱。指数已经说明问题了。

● 问：未来A股平均高市盈率会不会下来?

● 答：普通垃圾股会下来。中国没有几个公司ROE能持续超过平均水平的。在中国做企业太累，国家税收那么高。我们做私募有几个挣钱的? 我在实体企业做过，做实体企业也太难了。

A股的游戏规则变了

● 问：那实体经济谁来支撑?

● 答：总有吃这口饭的人。但是你给这种公司多少PE，指望分红，那不可能。现在游戏规则完全变了，肯定要换玩法。

● 问：您觉得未来中国股市风格会变成“衣、食、住、行、乐”?

● 答：这肯定不是单一的。我们主要投资“衣、食、住、行、乐”，是因为我们能力圈在这里。我们也没高科技背景，高科技的东西我们也看不懂。我们只能代表一种风格。

● 问：您是怎么界定懂不懂的?

● 答：这东西很简单。一张100元人民币搁这儿，另一张是100元卢布。人民币是真的，卢布是不是真的不知道。如果你说这卢布是真的，这时过来另一个人说，这是假的，你当场就迷糊了。但如果有人说这人民币是假的，那你绝对会说，你看这水印、这质感，是真的，我肯定能花出去。这就是你懂了。做投资别玩虚的，说什么财报也看了、券商报告也看了，到时候来一个跌停板，你当场就得迷糊。对不对? 这就是你不懂。跌下来我不怕，有钱我可以再买，这就是真懂了。

● 问：怎么看创业板和中小板，选股标准和主板一样吗?

● 答：创业板必须要经历小非抛售和管理层稳定成长这一阶段，过了这个阶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



段我们才买。

长期战胜市场是靠谱的

● 问：您觉得作为一名投资经理，长期战胜市场不靠谱?

● 答：靠谱。采用正确的方法是很重要的。巴菲特就有他独特的投资体系。他后来不在二级市场干了，做PE了。做PE的钱是用保险公司的浮存金，然后他又把自己放在自己的能力圈里。如果你减法做得不够，总有一天会失败。索罗斯、罗伯逊最后都爆仓了。

● 问：您怎么保证自己不爆仓?

● 答：他们之所以爆仓全是因为加了杠杆。老虎基金之所以爆仓是因为他作对了方向，但是没有熬到那个时间。他死就死在2001年互联网泡沫做空。没等他得手，已经被挤爆了。后来做日元，已经看对了，但是被整个市场抓住了。没办法，规模太大了，所有人都想抓住他这只老虎，然后大家再重新玩。巴菲特死不了。他玩的是最古老的游戏，只要这东西便宜，我就捏在手里耗时间。

● 问：您怎么看老虎基金最后的失败?

● 答：老虎基金如果不玩对冲，死不了。他是后来做太大了，管了200亿美元，而且老想做第一，不停加杠杆。只要他坚持旧的投资策略，杠杆别那么大，原本可以活得很好。

● 问：什么投资机会最让您兴奋?

● 答：一两年能涨3~5倍的。前几年都有，这两年就少了。

● 问：能否简单总结自己的投资风格?

● 答：我们就是以PE的眼光来选股。以一个企业经营者的眼光来选股。拿更好的来代替好的。在自己的能力圈之内，就是吃喝玩乐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 问：每天看盘吗?

● 答：有空看看，没空就不看。有时候看了比不看还糟糕。我们基本上仓位很满。

● 问：平时看书多吗？有没有值得推荐的投资类书籍?

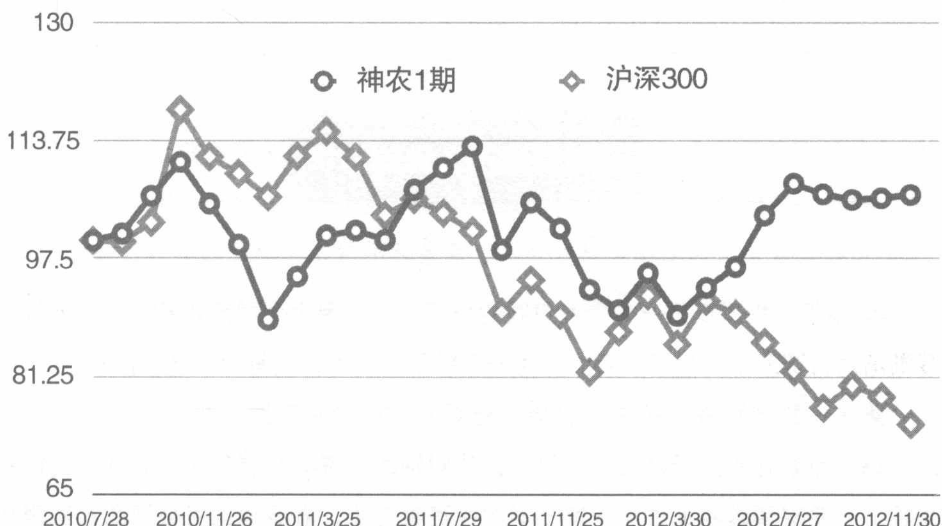
● 答：多，什么都看。前一阵看书太多太杂，军事、传记。投资相关的书，不用看那么多。就那几本，《证券分析》、《伯克希尔年报》、《战胜华尔街》、《大作手回忆录》、《金融炼金术》、《如何选择成长股》。更多的还是感悟，这个市场还是需要克制你的人性，挺难的。

● 问：好的投资者应该具备什么样的素质?

● 答：聪明，坚韧，体能好，人缘好，善于收集和分析信息。如果做超一流的选手，还要有一些机遇和综合素质，比如怎么看世界和控制自己的心态。

参考资料

投资业绩



（数据来源：好买基金网公开数据）

神农1期业绩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后记：雪球是如何滚起来的

雪球财经创始人　方三文

从开始做雪球的第一天起，我就常常被问及一个问题：雪球的参照物是什么？每当被问到这个问题，我都有点为难。好像我们经常听到的创业故事里都有一个美国蓝本。创始人对这个蓝本进行“中国式加工”，成功做出一款属于自己的产品。

但是雪球的确没有美国蓝本。我都有点不知道应该怎么讲我的创业故事了。所以我干脆讲讲我作为一个普通投资者的故事吧。

一名普通投资者的需求

2006年，我还在另一家令人尊敬的公司工作，因为公司给我发了一点期权，我渐渐对投资股市产生了兴趣。作为一名股票投资者，我有两个基本需求：

第一，我要跟踪我关注的股票，查看它们的价格涨跌、看跟它们有关的新闻，偶尔也看几眼分析师报告。第二，我对别的投资者在想什么、看什么也很感兴趣，我希望和跟我关注同一家公司的投资者交流，看看他们对公司的看法跟我有什么不同、他们的信息和思维有没有我未曾触及的地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当时我有什么服务可选用呢？界面塞满花花绿绿的“K线图”的炒股软件，根据编辑判断而不是我的需求编排的财经新闻网站，挤满了我素未谋面、但自称有“内幕消息”的股民的聊天群，以及银行向我推销的各种号称能满足我“个性化需求”的投资理财产品……

我虽然接触投资不久，直觉却告诉我，这些服务都满足不了我的需求。

既然如此，那我为什么不自己做一个呢？

这就是我做雪球的出发点：我相信有这些需求的投资者远不止我一个，并且认为有更好的方法来满足这些需求。

如何个性化

现在是信息过载的时代。因此我首先要解决的，就是信息个性化的问题。

正如前面提到，我第一希望关注我感兴趣的股票，第二希望关注我感兴趣的人。因此信息个性化其实就包括了这两方面：订制化的信息（公司新闻、公告）和订制化的投资者讨论。

只关注自己感兴趣的股票信息和用户发言，无非是为了提高读取信息的效率。因为雪球从一开始就是一个投资的、垂直的社区，我们有股票代码这种天然的标准化标签。所以我们无非是把和某家上市公司相关的新闻、公告准确并实时地送到用户面前，把用户关注的人的发言一条不漏地推送给用户，甚至允许用户屏蔽他们不想看的人。

这样，通过大家已经很熟悉的“关注”关系，雪球就满足了传统财经网站无法满足的信息个性化需求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“有水平”的交流

如果事情真这么好搞，也许我就不用做这件事了。完成了个性化以后，我又发现了一个新层次的需求。

事实上，几乎所有人都倾向于只跟水平比自己高的人交流，比如大家都乐意跟微博上的“加V大号”对话、期待他们的回复。但你有没有想过，为什么“大号”们会愿意搭理我们这些普通人呢?

我想大概是因为，世界上根本没有可以用来衡量水平的靠谱标准。“水平”本身是一种主观认知，它是动态而且个性化的。这里有两层意思：第一，没有人能够精通所有领域，在某一领域，他不懂的，你可能正好是专家。第二，你以前不懂的，不代表现在不懂；他原来懂，现在认识可能已经过时，你正好来补充。

这也是互联网最牛的地方，它通过“众包”、而不是几个专业人士来解决很多问题。

而雪球作为一个借助了互联网这一优点的社交网络，能做的是：尽可能完整客观地呈现一名用户的特点，并且保证用户自由选择的权利。你可以动态选择自己应该关注什么人，通过持续和他们交流，知道哪些人最可能解答你哪方面的问题。这也许是帮你找到“高水平”的人交流的唯一方法了。

补充一句，这也是为什么在雪球，职业身份（“加V”）往往不太重要。我们相信专业和高水平与否，并不是和你的职业挂钩的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



UGC为什么有价值

在创办雪球之前，我曾经从事过8年的媒体工作，这个工作主要是靠特定的人（记者）、特定的工作（采访）去接近真相。从事这个工作越久，我对自己离真相的距离越来越没有信心。同时，信息在传播过程中，用户的参与起到的校正、补充作用却令我惊讶乃至惊喜。所以我越来越倾向于认为：信息在传播的过程中一定不能断开与发布者的链接，而最有价值的内容往往是用户产生的，这就是所谓UGC。

让当事人直接说话，而不是通过信息采集者转述，可以缩短传播链条，避免信息在传播过程中的变形、延时；由于信息提供者数量惊人，UGC 在空间、时间都能实现超大覆盖，完胜任何一家有财力、实力的媒体；得益于信息提供者的持续参与，他们还起到了信息筛选和动态更新的作用，完胜任何一名勤奋的专业记者。

雪球是一个针对投资者建立的社区。我们的用户生产内容还有一个潜在的“动机优势”——用自己的钱投资的专业投资者，相比仅仅以投资服务为工作的人更专注，也有更强的动力去寻找高质量信息，所以更可能提供靠谱的内容。而出于“排雷”、对信息证实或证伪的需要，他们实际上也有很强的动力将信息分享出来。

仔细想想，投资者过去之所以依赖职业工作者发布的内容，很多时候并不是因为这些内容专业、高水准，而是因为这些职业工作者把持了发布渠道。但随着社交媒体的兴起，发布渠道开放给了所有人，用户生产内容的时代来了。所有人都可以说，所有人都可以选择听谁说和不听谁说。

当然，UGC 的繁荣也带来了新的问题。用户生产内容大部分是以碎片化形式存在的，信息多了之后，我们就发现，想看的新闻找不着，重要的公告可能漏掉了。于是雪球又用算法、通过“信息一人一股票”的链接，将有用的信息筛选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



留存在用户个人页和个股页上。

什么意思？简单来说雪球做了这两件事：当用户访问别人的个人页时，他能迅速看到这名用户最擅长讨论哪些股票；当他浏览一只股票的个股页面时，他能迅速看到关于这家公司最热门、最精华的讨论是什么。这种机制能有效的关键是用户的互动行为。用户越多，生产的内容积累越多，雪球的价值就会越高。

雪球能帮用户赚钱吗？

说到这里，你可能已经忍不住要问我，做了个投资社区，那它到底怎么帮用户挣钱？

很抱歉，只能说这并非我做雪球的初衷或愿景。如果你指望能从雪球上找到一个“高人”，他告诉你买某只股票，你买入，立即收益翻倍——那么，我不但建议你永远不要加入雪球，也永远不要进入资本市场，您还是更适合去拉斯维加斯。

有人可能对这样的期待“习以为常”。因为在过去很长时间内，投资服务行业的商业模式都是基于这种不切实际的幻想的：投资者出于让别人送钱给自己的良好愿望，把钱送给了别人，于是有了无数满足这种“刚需”的投资服务机构和网站。

雪球是永远无法满足这种需求的，无论这需求有多么强劲。恰恰相反，雪球的存在，就是要告诉大家，这种想法有多么一厢情愿。

说到底，我做的其实是一个“社交投资网络”。它不荐股，而是依靠用户生产内容，让喜欢独立思考的投资者都聚到这里，一起研究公司、聊聊投资——这就是雪球。如果说我做了那么一点创新，也许就是我选择了用互联网来做这些事吧。

哦对，这大概就是我的“创业故事”了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不懂投资？看看投资精英们的“实战”真经

习惯用交易方法止损以解决风险的基金经理就像习惯了 ……不可能打出漂亮的硬仗。

——上海信璞投资管理有限公司总经理 归 江

投资就是羊群吃草，旁边有只狮子，离狮子最近的草最好，但是你有可能会被吃掉。

——广发基金副总经理兼投资总监 朱 平

当馅饼出现在你面前的时候，你要奋不顾身地扑上去，但是上去之前你要转两圈，看看有没有陷阱，要想一想“天下没有免费的午餐”这句话。

——深圳恒德投资管理有限公司执行董事兼总经理 王 瑜

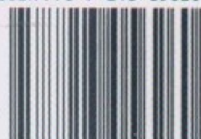
一个成功的投资者应该具有比上市公司的CEO更长远的眼光，在喧嚣的时候需要冷静，在绝望的时候需要勇气，在低迷的时候需要忍耐，视跌宕如无物，闻毁誉于无声。

——北京金石致远资产管理有限公司CEO 杨天南

投资和打高尔夫球很像，到达目标的结果是靠你所有不同的杆累计的，所以一杆错了，也不用难过；打好了，开了个好球，也不用太高兴，因为你不知道下一杆会打成什么样子。

——深圳上善御富资产管理有限公司董事长 刘 鹰

上架建议：财经/投资



ISBN 978-7-213-05626-0

9 787213 056260 >

定价：35.00元